

UNIVERSIDADE FEDERAL DO ESPÍRITO SANTO  
CENTRO DE CIÊNCIAS JURÍDICAS E ECONÔMICAS  
DEPARTAMENTO DE CONTABILIDADE  
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS

FABRICIO CONCEIÇÃO DAS NEVES

A relação do monitoramento e transparência com a quantidade de covenants nos contratos de  
debênture

VITÓRIA  
2017

Prof. Dr. Reinaldo Centoducatte  
Reitor da Universidade Federal do Espírito Santo

Prof. Dr. Rogerio Naques Faleiros  
Diretor do Centro de Ciências Jurídicas e Econômicas

Prof. Claudio Simões Salim  
Chefe do Departamento de Contabilidade

FABRICIO CONCEIÇÃO DAS NEVES

A relação do monitoramento e transparência com a quantidade de *covenants* nos contratos de debênture

Dissertação de mestrado apresentada junto à Universidade Federal do Espírito Santo para obtenção do título de mestre em contabilidade.

Área de concentração: Controladoria e Contabilidade

Orientadora: Profa. Dra. Patrícia Maria Bortolon

VITÓRIA

2017

**À minha esposa e a meus pais pelo apoio nessa jornada.**

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço primeiramente a Deus, por ter me permitido trilhar até aqui, por ter permitido que tudo isso tenha se realizado.

Agradeço à minha esposa, Meyre, pela compreensão nas intermináveis horas dedicadas aos estudos.

Agradeço a meus pais, José e Maura, por sempre me apoiar e motivar, mesmo quando eu não via motivos.

Aos colegas do curso, que, com as infinitas discussões tornaram possível a realização desta pesquisa.

Agradeço também pelo apoio dado pela CAPES pela bolsa fornecida durante o curso.

## RESUMO

NEVES, Fabrício Conceição das. A relação do monitoramento e transparência com a quantidade de *covenants* nos contratos de debênture . 2017. Dissertação de mestrado – Centro de Ciências Jurídicas e Econômicas, Universidade Federal do Espírito Santo, Vitória, 2017.

Este estudo tem como objetivo estudar a relação entre os níveis de monitoramento e de transparência com o número de *covenants* que, se violadas, levam ao vencimento antecipado do título. A teoria levantada aponta que, tanto maiores níveis de monitoramento quanto maiores níveis de transparência, levariam a emissão de debêntures com menor número de *covenants* uma vez que o monitoramento e transparência atuam preventivamente para evitar o risco que as *covenants* tentam proteger os debenturistas. A fim de alcançar o objetivo foram analisados 227 contratos de debênture de 133 empresas, emitidos do período de 2011 a 2015. Os índices de transparência e monitoramento foram construídos com base nos componentes do índice de governança corporativa construído por Bortolon e Da Silva Junior (2015) e de IBGC (2014). Para controle do estudo foram utilizadas variáveis relativas aos contratos (série, emissão, incentivo, dispensa, garantia e prazo) e variáveis relativas às empresas (tamanho, controle, rentabilidade, endividamento, desvio de direito e risco). Foram utilizados, para mensurar a relação entre os mecanismos de monitoramento e transparência com o total de *covenants* nos contratos de debênture, teste de diferença de média e a regressão binomial negativa. Os resultados encontrados mostram que empresas com mais mecanismos de transparência, possuem em geral, um número menor de *covenants* enquanto o resultado relativo à relação do monitoramento com o número de *covenants* mostra relação divergente do esperado com mais monitoramento relacionado a maior número de *covenants*. O monitoramento cruzado, que consiste no monitoramento feito por outras partes relacionadas a empresas podem ter impactado no total de *covenants* resultando em conclusões diferentes da esperada.

Palavras-chave: *Covenants*. Monitoramento. Transparência. Debêntures

## ***ABSTRACT***

NEVES, Fabrício Conceição das. A relação do monitoramento e transparência com a quantidade de *covenants* nos contratos de debênture. 2017. Dissertação de mestrado – Centro de Ciências Jurídicas e Econômicas, Universidade Federal do Espírito Santo, Vitória, 2017.

*This study aims to test the relation between monitoring and transparency mechanisms with the number of restrictive covenants that, if violated, lead to technical default of the bond. The theory shows that higher monitoring levels and higher transparency levels leads bond issued with less covenants. This happens because monitoring and transparency prevents the risk that covenants try to protect the bondholder from. In order to reach the objective, 227 contracts of 133 companies, issued from 2011 to 2015 were analyzed. The monitoring and transparency test was constructed based on governance index made by Bortolon and Da Silva Junior (2015) and IBGC (2014). As control variables, the study used variables related to contracts (series, issue, incentive, exemption, guarantee and deadline) and related to the companies (size, control, profitability, debt level, ratio of voting rights to cash flow rights and risk). To measure the relation between the monitoring and transparency mechanisms with the number of bond covenants, mean difference test and binomial negative regression were used. The results show that companies with more transparency mechanisms generally have a lower number of covenants, while the relation of monitoring with the number of covenants diverges from prior expectation. The effect of Cross monitoring, in which the monitoring is done by other stakeholders, in total number of covenants may be the reason for the results being different than expected.*

*Keywords: Covenants. Monitoring. Transparency. Debt bonds*

## LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ADR – *American Depositary Receipt*

ANBIMA - Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais

BOVESPA – Bolsa de Valores de São Paulo

CVM – Comissão de Valores Mobiliários

EUA – Estados Unidos da América

IFRS – *International Financial Reporting Standards*

IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa



## SUMÁRIO

1.	INTRODUÇÃO.....	10
2.	REVISÃO DE LITERATURA E HIPÓTESES DE PESQUISA .....	12
2.1.	ASSIMETRIA DE INFORMAÇÃO .....	13
2.2.	RISCO MORAL.....	13
2.3.	DEBÊNTURES .....	14
2.4.	<i>COVENANTS</i> CONTRATUAIS .....	17
2.5.	MONITORAMENTO .....	19
2.6.	TRANSPARÊNCIA.....	21
2.7.	HIPÓTESES DA PESQUISA .....	23
3.	ASPECTOS METODOLÓGICOS .....	23
3.1.	População e Seleção da Amostra.....	24
3.2.	Obtenção dos dados.....	24
3.3.	Descrição das variáveis .....	25
3.3.1.	Variável dependente.....	25
3.3.2.	Variáveis de interesse .....	26
3.3.3.	Variáveis de controle I .....	30
3.3.4.	Variáveis de controle II.....	33
3.4.	Escolha do modelo .....	39
3.4.1.	Modelo econométrico .....	40
4.	RESULTADOS E DISCUSSÕES.....	40
4.1.	Testes de robustez .....	49
5.	CONCLUSÃO.....	51
5.1.	Limitações do trabalho e sugestões para pesquisas futuras .....	53
	REFERÊNCIAS .....	54
	APÊNDICE A – Composição dos recursos e do endividamento .....	61
	APÊNDICE B – Comparação entre os modelos.....	62
	APÊNDICE C – Testes de robustez .....	63

## 1. INTRODUÇÃO

Há muito as relações de agência têm sido ponto relevante nos negócios, tanto em sua forma mais simples, em que o acionista se relaciona com o gestor da companhia como na relação com credores e outros personagens que interagem com a companhia.

De forma genérica a relação de agência é estabelecida entre um principal e um agente e este agente atua em benefício do principal. Neste contexto, este trabalho observa a relação entre os gestores ou acionistas e os credores.

Certamente que, nessas relações de agência, os interesses das partes podem divergir, de forma que os interesses dos detentores do capital devem ser protegidos por meio de restrições contratuais, ou ainda, mecanismos que garantam o cumprimento dos contratos (JENSEN; MECKLING, 1976).

No tipo de relação estudada nesta pesquisa, há um problema de agência anterior à transação e um posterior à transação. O problema que ocorre *ex ante* à transação é de assimetria informacional acerca da qualidade dos ativos e projetos da empresa, e o problema *ex post* à transação é o risco moral envolvendo a atuação dos gestores ou acionistas após firmado o contrato de financiamento.

Assim, nessa relação com os credores há, por exemplo, o risco do sobre investimento, em que o gestor ou acionista, assume riscos desnecessários com o capital de terceiros em projetos de maior risco. Se o projeto foi bem-sucedido o credor é remunerado e o gestor ou acionista é melhor remunerado ainda. Se o projeto não for bem-sucedido, o credor assume maior parte do prejuízo, pois, em geral, a responsabilidade dos gestores ou acionistas é limitada (ALCHIAN; DEMSETZ, 1972; JENSEN; MECKLING, 1976).

Assim para evitar o risco moral envolvido nas relações entre credores e empresas, há restrições estabelecidas nos contratos de empréstimo (*covenants*) e ainda mecanismos de monitoramento a fim de forçar o cumprimento do contrato.

Os *covenants* visam cercear o comportamento dos gestores de forma que se as *covenants* forem violadas há punições, como por exemplo, a antecipação do vencimento do empréstimo.

Os mecanismos de monitoramento visam então evitar o risco moral e forçar o cumprimento das cláusulas contratuais pois tais mecanismos podem evidenciar desvios de comportamento.

Estes mecanismos atuam posteriormente ao início do contrato de debênture, entretanto, antes que o mesmo seja iniciado, outro ponto deve ser levado em conta, a assimetria

informacional quanto à qualidade dos ativos e projetos da empresa. Então este trabalho busca também demonstrar a relação da quantidade de *covenants* com os mecanismos de transparência, que atuam antes da realização do contrato para reduzir essa assimetria de informação.

Este trabalho busca avaliar, então, se mais mecanismos de monitoramento e transparência reduzem a quantidade de *covenants*.

Levando em consideração que as *covenants*, bem como maior transparência e monitoramento, possuem em seus objetivos, entre outras coisas, a redução de conflitos entre credores e gestores ou acionistas, supõe-se que o aumento em uma possa reduzir a necessidade do aumento em outra (JENSEN; MECKLING, 1976).

Então, esta pesquisa é definida pela seguinte questão: **Maior transparência e monitoramento reduzem o número de *covenants* nos contratos de debênture?**

Neste cenário, esta pesquisa se justifica ao estudar o conflito de interesses nas transações feitas com debêntures, através do quantitativo de *covenants*, tendo como contraponto a transparência e o monitoramento que, entre outras coisas, tem poder de reduzir o conflito de interesse, assim como os *covenants*. (BUSHMAN; SMITH, 2003; MANSI; QI; WALD, 2013).

As debêntures, dentro do cenário brasileiro, representam boa parte da captação de recursos, sendo maior até mesmo que a captação de recursos através de ações. Além disso, parte substancial (20%) do endividamento das empresas listadas na bolsa é composto por debênture. Mais detalhes podem ser vistos no capítulo 2 bem como no apêndice A.

A literatura aponta que o monitoramento e a transparência podem reduzir os conflitos entre credores e acionistas/gestores (JENSEN; MECKLING, 1976; BUSHMAN; SMITH, 2003; MANSI; QI; WALD, 2013).

A fim de demonstrar como os mecanismos de monitoramento e transparência se relacionam com a quantidade de *covenants* presentes nos contratos de debêntures será feito um teste de diferenças de média observando, por característica, o quantitativo de *covenants*. Além disso será utilizada a regressão binomial negativa com correção robusta para evidenciar a relação do monitoramento e transparência com a quantidade de *covenants* nos contratos.

Espera-se que, com essa pesquisa, seja possível acrescentar à literatura existente no Brasil outra perspectiva sobre os contratos de debêntures. Mais recentemente os trabalhos relacionados às debentures são o apresentado por Beiruth (2015) que verifica o efeito da adoção do IFRS (*International Financial Reporting Standards*) na quantidade de *covenants* e o de Mendjoud (2015) que avalia o risco dos títulos e sua relação com a governança corporativa. Já este trabalho aborda as questões da assimetria de informação acerca da qualidade dos ativos e

projetos (avaliado pela transparência) e o risco moral (avaliado pelo monitoramento), relacionando-os à quantidade de *covenants* presentes nos contratos de debênture.

A presente pesquisa possui 5 seções, incluindo esta introdução que contextualiza as questões abordadas nesta pesquisa, apresenta a questão de pesquisa e sua justificativa. A seção 2 faz um apanhado acerca da transparência, monitoramento, assimetria de informação, aborda o histórico das *covenants*, além de apresentar as hipóteses específicas. A seção 3 apresenta os aspectos metodológicos da pesquisa, como a base foi construída, quais são as variáveis e qual o resultado esperado para cada variável. A seção 4 apresenta os resultados encontrados, a estatística descritiva dos mesmos e discute tais resultados. A seção 5 conclui a pesquisa e apresenta sugestões para aprofundamento na questão além de apresentar as limitações encontradas para a realização desta pesquisa.

## **2. REVISÃO DE LITERATURA E HIPÓTESES DE PESQUISA**

A teoria da agência apresenta os personagens de uma relação contratual (principal e agente) em que o agente atua em nome do principal (JENSEN; MECKLING, 1976). O agente então para desenvolver suas atividades possui informações, conhecimento e habilidades para tal pode-se presumir que nem sempre o agente agirá em nome do principal (MILLER, 2002).

Em geral a literatura classifica principal e agente como acionista e gestor, respectivamente. Entretanto, observando a relação entre debenturistas e companhia, em que esta busca atender as expectativas daqueles, a relação principal x agente é definida entre credores e gestores.

Nesta relação de agência temos os problemas de assimetria informacional sobre a qualidade da empresa, e também o problema do risco moral sobre a atuação dos gestores ou acionistas, diferenciando-se pelo momento em que ocorrem. A assimetria informacional acerca da qualidade é *ex ante* (e sua redução seria feita através de mecanismos de transparência) enquanto o risco moral é *ex post* (sendo reduzido através de mecanismos de monitoramento) à aquisição dos títulos de dívida. A assimetria informacional acerca da qualidade e o risco moral estão melhor detalhadas nas seções 2.1 e 2.2 deste trabalho, respectivamente.

Como mostra Akerlof (1970), em países em desenvolvimento, como o Brasil, fazer negócios pode ser mais difícil pois a assimetria de informação neste cenário tende a ser maior.

A assimetria de informação é o ponto central desta pesquisa e, neste capítulo, a teoria relacionada, com suas possíveis propostas de solução, dentro do contexto da pesquisa serão evidenciadas.

Esta assimetria de informação pode ser reduzida, como mostra Eisenhardt (1989) com a implantação de sistemas de informação formais, tais como os mecanismos de transparência e monitoramento apresentados nesta pesquisa.

## 2.1. ASSIMETRIA DE INFORMAÇÃO ACERCA DA QUALDADE DA EMPRESA

A assimetria informacional ocorre quando em uma transação uma das partes possui mais informação que outra. Assim, a parte que possui menos informações deverá tomar precauções na transação.

Stiglitz (2002) mostra ainda, dentro do contexto da economia política da informação, utilizando, inclusive, as relações de trabalho como exemplo, que a assimetria informacional ocorre também quando uma das partes de uma relação econômica opta por não divulgar as informações completamente.

Assim, existem ferramentas para que a assimetria de informação seja reduzida, uma delas, apresentada por Jensen e Meckling (1976), são as *covenants* que regem os contratos e podem criar um *enforcement* para que a empresa divulgue informações que possam reduzir a assimetria informacional.

Apesar dos *covenants* terem maior efeito no comportamento do gestor, reduzindo o risco moral, que na informação, uma vez que limita na atuação do gestor, os *covenants* podem obrigar a divulgação de informações que a empresa antes não divulgava (JENSEN; MECKLING, 1976).

## 2.2. RISCO MORAL

Eisenhardt (1989) apresenta o risco moral como a falta de esforço por parte do agente, ou seja, o agente (gestor ou acionista) pode simplesmente não buscar alcançar as expectativas

do principal (credor). Eisenhardt (1989) mostra também que em casos de risco moral, o principal (credor) tem a opção de aumentar o monitoramento sobre o agente ou ainda, quando possível, obrigá-lo a divulgar informações.

Um problema muito comum de risco moral é o de sobre investimento que Jensen e Mecklin (1976) mostram na forma de um proprietário-administrador que possui, obviamente, direitos residuais (*managerial entrenchment*) que tem incentivos para assumir projetos de risco com capital de terceiros e em caso de sucesso obteria maior ganho marginal que o detentor do capital e em caso de falha arcaria com menor parte do prejuízo.

Os credores então requerem garantias e impõem restrições para o uso de seu capital, ou ainda no comportamento do gestor na forma com que a empresa é administrada (decisões de investimento, reorganização societária, etc) tentando dirimir o comportamento oportunista.

### 2.3. DEBÊNTURES

A debênture é um valor mobiliário que também é um título representativo de dívida (ou título de crédito), emitido por sociedade por ações, de forma que, o detentor do título passa a ter o direito a crédito contra a empresa emissora do título, ou seja, torna-se seu credor (BM&FBOVESPA, [s.d.]; FILHO, [s.d.]; RIBEIRO, 2010).

Sendo uma das formas mais antigas de captação de recursos no Brasil, as debêntures são uma alternativa aos financiamentos bancários, sendo mais baratos que estes, podendo ser utilizadas para investimentos, reestruturação de passivos, sendo um dispositivo interessante tanto para o investidor quanto para aquele que a emite (BM&FBOVESPA, [s.d.]; FILHO, [s.d.]).

Observando então o mercado de capitais brasileiro, vemos que a captação de recursos (transações) pode ser feita de várias formas. A tabela 1 apresenta os dados disponibilizados pela CVM (Comissão de Valores Mobiliários) dos mercados primário e secundário, mostrando, por tipo, como foi a captação de recursos no período de 2011 a 2015.

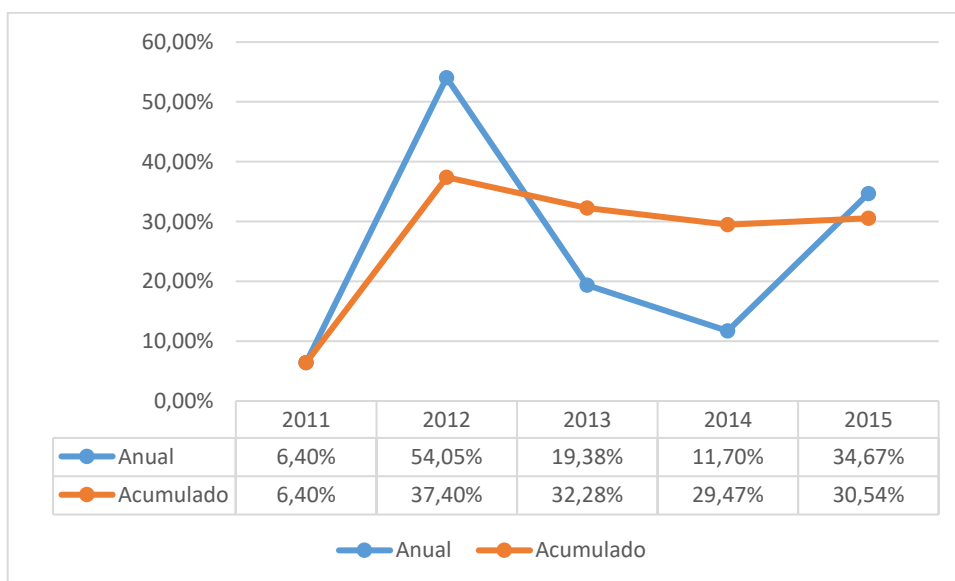
Tabela 1 – Valor de recursos captados registrados na CVM

TIPO DE OFERTA	TOTAL		MÉDIA	
	Registros	Volume em R\$	Registros	Volume em R\$
<b>AÇÕES</b>	78	78.940.092.896,57	13,0	13.156.682.149,43
<b>CERTIFICADO AUDIOVISUAL</b>	333	369.446.980,00	55,5	61.574.496,67
<b>CERTIFICADO DE DEPÓSITO DE AÇÕES</b>	11	10.544.502.057,00	1,8	1.757.417.009,50
<b>CERTIFICADO DE RECEBÍVEIS IMOBILIÁRIOS</b>	143	15.918.956.493,99	23,8	2.653.159.415,67
<b>DEBÊNTURES</b>	64	88.485.602.000,00	10,7	14.747.600.333,33
<b>QUOTAS DE FIDC / FIC-FIDC/ FIDC-NP</b>	69	19.321.068.855,51	11,5	3.220.178.142,59
<b>QUOTAS DE FIP / FIC-FIP</b>	39	15.483.641.473,01	6,5	2.580.606.912,17
<b>QUOTAS DE FUNCINE</b>	3	380.000.000,00	0,5	63.333.333,33
<b>QUOTAS DE FUNDO IMOBILIÁRIO</b>	152	42.838.696.295,99	25,3	7.139.782.716,00
<b>QUOTAS DE OUTROS FUNDOS</b>	6	2.137.300.000,00	1,0	356.216.666,67
<b>QUOTAS DE FIDC / FIC-FIDC / FIDC-NP</b>	11	310.600.000,00	1,8	51.766.666,67
<b>LETRAS FINANCEIRAS</b>	6	1.000.200.000,00	1,0	166.700.000,00
<b>QUOTAS DE FMIEE</b>	2	76.000.000,00	0,3	12.666.666,67
<b>TÍTULO DE INVESTIMENTO COLETIVO</b>	58	13.140.017.483,46	9,7	2.190.002.913,91
<b>NOTAS PROMISSÓRIAS</b>	3	770.000.000,00	0,5	128.333.333,33
<b>WARRANTS</b>	1	9.351.652,25	0,2	1.558.608,71
<b>BÔNUS DE SUBSCRIÇÃO</b>	1	0,00	0,2	0,00
<b>TOTAL:</b>	<b>980</b>	<b>289.725.476.187,78</b>	<b>163,3</b>	<b>48.287.579.364,63</b>

Fonte: Elaborado pelo autor com base nos dados da CVM

Durante o período, a captação via debêntures no mercado de capitais, variou expressivamente entre os anos, indo de 6,40% (2011) para 34,67% (2015) com um pico de 54,05% (2012). O gráfico 1 apresenta a participação anual e acumulada da captação via debênture.

Gráfico 1 – Participação das debêntures nas captações feitas no mercado de capitais



Fonte: Elaborado pelo autor com base nos dados da CVM

É possível observar um salto nas captações no ano de 2012. Tal fato pode ser consequência dos incentivos fiscais para alguns tipos de debêntures torando-as um título mais atrativo para as empresas.

Ainda assim, a pouca participação das debêntures no mercado pode ser em decorrência do alto índice de financiamentos bancários realizados, característica do mercado brasileiro (BROEDEL LOPES; WALKER, 2008).

Atualmente, cerca de 20% do endividamento das empresas listadas na Bovespa, é composto por debêntures. Os dados sobre o endividamento das empresas estão no apêndice A.

A ANBIMA (Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais) publicou um modelo de escritura de emissão de debêntures que sugere a seguinte estrutura mínima (ANBIMA, 2015):

1. Qualificação das partes;
2. Autorização da emissão;
3. Requisitos para a emissão;
4. Características da emissão;
5. Características gerais do título;
6. Características de resgate antecipado;
7. Condições para vencimento antecipado;
8. Outras obrigações da emissora;
9. Características do agente fiduciário;
10. Disposições sobre a assembleia geral de debenturistas;
11. Garantias da emissora; e
12. Disposições gerais do título.

Vale ressaltar que permeiam os contratos de debênture cláusulas, chamadas de *covenants*<sup>1</sup>, que tem objetivo, entre outros, de cercear o comportamento da empresa emissora, em diversas áreas, desde decisões de reorganização societária a níveis mínimos de indicadores econômicos a serem mantidos (JENSEN; MECKLING, 1976).

---

<sup>1</sup> Termo melhor definido no próximo tópico deste trabalho.



## 2.4. COVENANTS CONTRATUAIS

Smith e Warner (1979) também verificam que a busca de maximização do valor dos acionistas pode ter efeitos negativos no valor da firma e nos títulos por ela emitidos, havendo necessidade de restringir as ações dos acionistas/gestores.

Como definido por Borges (1999), o *covenant* refere-se a um compromisso em qualquer contrato de dívida que protege interesses do credor. A função dos *covenants*, a priori, é a de proteger os credores, limitando, ou ainda, determinando atos que devem ou não devem ser cumpridos por gestores ou acionistas (JENSEN; MECKLING, 1976; WATTS; ZIMMERMAN, 1986; BORGES, 1999; MANSI; QI; WALD, 2013).

Smith e Warner (1979) foram os precursores no estudo dos efeitos das cláusulas restritivas nos contratos (*covenants*) destacando que os *covenants* são utilizados em contratos de dívida para reduzir os conflitos existentes entre os credores e os acionistas/gestores e além disso têm o poder de reduzir a assimetria de informações.

Além do poder de reduzir a assimetria de informação, os *covenants* também evidenciam o risco associado ao título a que se referem de forma que o uso de *covenants* reduz o risco de falência (MANSI; QI; WALD, 2013).

Smith e Warner (1979) sugeriram que contratos com maior número de *covenants* possuem maior custo de colocação no mercado. Mansi, Qi e Wald, 2013 suportam essa hipótese com as evidências encontradas em seu trabalho. No mercado brasileiro isso pode significar contratos que pagam menos juros na presença de mais *covenants*.

Smith e Warner (1979) sugerem também que restrições diretas nas políticas de investimento e produção são de custoso acompanhamento e difícil observação. Aplicam-se então restrições nas políticas de dividendo e financiamento que são incentivos para melhores políticas de produção e investimento.

Watts e Zimmerman (1986) ao tratar das *covenants* contratuais, preveem que quanto mais próxima de violar os *covenants* maior a possibilidade de a gestão alterar os resultados apresentados a fim de que não seja evidenciada a violação. Havendo violação os custos de auditoria tendem a subir, como mostram Bhaskar, Krishnan e Yu (2016).

Bradley e Roberts (2015) evidenciam que a estrutura de *covenants* é determinada pelas características do prestador, do emissor e das condições macroeconômicas.

As *covenants* são mais presentes em contratos envolvendo empresas menores, com maior endividamento, oportunidade de crescimento e em cenários de crise financeira (BRADLEY; ROBERTS, 2015).

Além disso Krishnaswami, Spindt e Subramaniam (1999) sugerem que uma maior restrição nos *covenants* contratuais podem reduzir os custos de agência entre credores e acionistas.

Chava, Kumar e Warga (2010) buscaram evidenciar o risco de gerenciamento e a proteção dada pelas *covenants* contratuais. Os autores ressaltam que as pesquisas que envolvem *covenants*, em geral, apresentam os conflitos entre acionistas e credores, entretanto, esta suposição, como mostra os autores, faz acreditar que os gestores da empresa atuam sempre na maximização de valor para os acionistas, desconsiderando a separação entre propriedade e controle (CHAVA; KUMAR; WARGA, 2010).

Como abordado anteriormente, os contratos de dívida são permeados por *covenants* e a violação destas *covenants* possuem diversos efeitos. Dentre elas há *covenants* que levam ao vencimento antecipado da dívida, ou seja, se violada, os credores têm o direito de exigir o pagamento antecipado do título.

O trabalho de Ramsay e Sidhu (1998) classifica os *covenants* em *covenants* baseado em dados contábeis e *covenants* baseados em dados não-contábeis e *covenants* de segurança.

Entretanto, as *covenants* observadas neste trabalho são aqueles que levam ao vencimento antecipado da dívida que, em geral, possuem seção própria dentro dos contratos de debênture (ANBIMA, 2015). Pensamento análogo ao mostrado no trabalho de Rajan e Winton (1995) que mostram que as *covenants* são escritas para que os credores atuem contra as empresas emissoras (exigindo a liquidação da dívida) apenas em situações específicas.

Beiruth (2015) evidencia em seu trabalho uma queda na utilização de *covenants* contábeis depois da adoção das normas internacionais em decorrência da maior subjetividade das demonstrações. Resultado consonante com a literatura que mostra que dados contábeis com base no IFRS tem menor utilidade por parte dos credores.

Simultaneamente a queda de *covenants* baseada em dados contábeis, houve um aumento no número total de *covenants* presentes nos contratos a fim de cobrir os *covenants* contábeis anteriormente utilizados (BEIRUTH, 2015).

Além dos *covenants* há diversos mecanismos que podem reduzir os conflitos entre credores e gestores/acionistas, como a implementação de leis, aumento na transparência, mecanismos de monitoramento, entre outros (HEALY; PALEPU, 2001; KANAGARETNAM; LOBO; WHALEN, 2007; YOON; ZO; CIGANEK, 2011).

O uso efetivo das *covenants*, como mostram Rajan e Winton (1995) força o debenturista a efetuar certo monitoramento sobre a empresa.

## 2.5. MONITORAMENTO

O monitoramento no contexto desta pesquisa, é apresentado como aquele que vai além da capacidade do credor, que é feita através dos dados apresentados, mas através de mecanismos presentes na estrutura das empresas. Assim, esses mecanismos buscam garantir que aspectos não monitoráveis por parte do credor o sejam. (BERLIN; LOEYS, 1988).

Estes mecanismos de monitoramento podem reduzir os problemas de agência ao diminuir o comportamento (ou o incentivo ao comportamento) oportunista após a captação de recursos pela empresa emissora do título, o risco moral. Ou seja, o monitoramento atua *ex post* à emissão do título.

Jensen e Meckling (1976) ao apresentar a teoria da agência também apresentaram o conceito de custos de agência que são os custos incorridos na busca em reduzir os problemas de agência. Entre os custos envolvidos está o monitoramento do comportamento do gestor a fim de acompanhar se seu desempenho/interesse está alinhado com os esperados pelos acionistas.

Essa relação de monitoramento foi uma ampliação ao trabalho de Alchian e Demsetz (1972) que apresentava esta relação entre empregadores e empregados. Jensen e Meckling (1976) mostraram, então, que a relação se estendia a fornecedores, clientes, acionistas, credores, entre outros e cada relação havia características próprias com seus mecanismos de monitoramento.

Diamond (1984) mostra que esses custos podem ser reduzidos com a presença de um intermediário financeiro que, dentro do contexto das debêntures poderia ser o agente fiduciário.

Williamson (1987) mostra também que os custos de monitoramento podem ser considerados como custos de falência no contexto da relação entre emprestadores e tomadores de empréstimo.

No contexto deste estudo, a variável monitoramento se refere à intensidade do monitoramento feito sobre a administração da empresa emissora das debêntures por outros participantes do mercado que não os detentores das debêntures, como em Berlin e Loeys (1988).

O monitoramento também reduz o custo da dívida, especialmente quando há monitoramento cruzado. O monitoramento cruzado ocorre quando o monitoramento feito por uma parte relacionada pode ser utilizado por um credor, reduzindo o custo do credor em monitorar a companhia (DATTA; ISKANDAR-DATTA; PATEL, 1999). Evidências já mostravam que quando há monitoramento cruzado há a redução do incentivo para que o credor faça o monitoramento, podendo fazer com que o monitoramento, por parte do credor não tenha significância (RAJAN; WINTON, 1995).

Corroborando os estudos de Datta, Iskandar-Datta e Patel (1999), Black *et al* (2004) mostram que o monitoramento federal no setor financeiro, que atua como monitoramento cruzado, reduz a incidência de *covenants* em contratos de dívida.

Além disso, Krishnaswami, Spindt e Subramaniam (1999) sugerem também que um maior monitoramento tem poder de reduzir os custos de agência entre credores e acionistas.

Como contraponto às vantagens apresentadas pelo monitoramento, Diamond (1991) mostra que a reputação da empresa elimina a necessidade de monitoramento, mostrando também que empresas com classificações piores optam pela utilização de um intermediário financeiro.

Apesar do posicionamento de Diamond (1991) o mercado brasileiro, por ser um mercado emergente, não pode desconsiderar o monitoramento por conta da possibilidade da desonestidade em uma, ou ambas as partes (AKERLOF, 1970)

Nesse sentido, por não ser o maior beneficiado com as decisões tomadas pela empresa, os mecanismos de monitoramento auxiliam os debenturistas<sup>2</sup> a se sentirem mais seguros de que não estão sendo prejudicados em seus investimentos (FAMA; JENSEN, 1983).

Dessa forma, as ferramentas de monitoramento, além de evitar o comportamento oportunista dos gestores, também tem por função alinhar os interesses do principal (acionistas/credores) com as ações tomadas pelos gestores aumentando as riquezas do principal (EISENHARDT, 1989; HILL; JONES, 1992; MILLER, 2002).

No âmbito desta pesquisa, as ferramentas de monitoramento não são implantadas por decisão dos debenturistas, entretanto, a implementação de ferramentas de monitoramento reduzem os custos dos contratos de debênture (HILL; JONES, 1992).

---

<sup>2</sup> Mecanismos de monitoramento interessam também a outros usuários externos à empresa, entretanto, este trabalho tratará apenas da relação com o debenturista.

## 2.6. TRANSPARÊNCIA

Como apresentado na introdução a esta seção, nas relações de agência entre debenturistas e gestores/acionistas, temos o problema de assimetria informacional, e, por ser *ex ante* à compra dos títulos leva ao credor a busca de maiores informações sobre as entidades.

Essa assimetria informacional pode ser reduzida com maior transparência por parte da empresa que emite os títulos. Neste trabalho a transparência refere-se a presença de mecanismos não obrigatórios ou ainda demonstrando o interesse da companhia em melhor divulgar as informações para seus credores.

A transparência das informações, dentro de uma perspectiva contábil, pode resultar em melhor compreensão por parte do usuário, favorecendo, portanto, os credores acreditarem que haja menor assimetria informacional nas transações (VALENTE, 2014).

Silva (2007) aponta que empresas que não haviam se adequado às legislações que melhorariam a transparência dos dados, não haviam feito por conta do desconhecimento da norma (30%), pelos altos custos de implantação dos mecanismos de controle (20%) ou ainda por que as empresa não consideravam os mecanismos importantes (50%). Com percentual tão expressivo de empresa que não considera as normas importantes há uma preocupação com a gestão e transparência das empresas, nas palavras de Silva (2007)

[...] se os padrões de ética e boa-fé nos negócios forem desconsiderados, as práticas de controle interno também tendem a sê-lo, o que conflita com as boas práticas de governança corporativa e à transparência dos atos administrativos.

A transparência é crucial para o bom funcionamento do mercado de capitais e como mostra Valente (2014), o sistema de informação contábil é voltado à transparência, divulgação, das informações de forma que esta seja capaz de dar subsídios aos tomadores de decisão (HEALY; PALEPU, 2001).

Além disso, como mostra o IBGC (2009, p.19) a transparência é um pilar da governança corporativa das empresas, uma vez que “A adequada transparência resulta em um clima de confiança, tanto internamente quanto nas relações da empresa com terceiros”

Importante ressaltar que os mecanismos de transparência têm maior importância ao usuário externo por este ter maior dificuldade em obter as informações. Diamond (1984; 1991) mostra isso ao verificar que bancos possuem menor custo de monitoramento por ter maior acesso às informações da empresa.

Patten (1991) argumenta que há relação entre o quanto a empresa divulga e a pressão pública em divulgar certas informações nos relatórios anuais. O autor argumenta, também, que a transparência das empresas está diretamente relacionada com seu tamanho e setor de atuação.

Há ainda o argumento de que pequenas e médias empresas optem por diferentes fontes de financiamento a fim de evitar divulgar informações úteis à concorrência relativas às suas atividades (YOSHA, 1995).

No Brasil há evidência da relação positiva entre o lucro contábil e o nível de transparência apresentado pelas empresas. Deve-se levar em consideração, que o nível de transparência também está relacionado à origem do controle e se houve adesão a algum segmento especial de governança (LOPES et al. 2010). O CPC 26 – Apresentação das Demonstrações Contábeis apresenta as demonstrações obrigatórias que uma empresa tem de publicar. Além disso, há muitas razões pelas quais empresas optam voluntariamente pelo *disclosure* de informações não obrigatórias (AFONSO, 2015).

Destarte, considerando a maior dificuldade dos usuários externos em obter informações úteis, mesmo com a publicação das demonstrações obrigatórias, apresentar informações complementares pode ter um impacto positivo sobre os usuários externos, assim como a ausência de informações também tem impacto (VERRECCHIA, 1983).

Diamond e Verrecchia (1991) sugerem que investidores aceitem pagar um valor mais alto (ou receber menos juros) num título de uma empresa mais transparente. De forma consonante Verrecchia (2001)<sup>3</sup> sugere também que há um custo para a não divulgação de informações; os contratos de debênture poderiam ter de pagar juros mais altos para que investidores aceitassem realizar o investimento com quantidade ou qualidade inferior de informações.

Bushman e Smith (2003) mostram em seu trabalho que empresas mais transparentes tem relação inversa com o risco da empresa, de forma que empresas que possuem melhores mecanismos de transparência tendem a ter menor risco.

Mansi, Qi e Wald (2013) em seu trabalho mostram que os contratos com menor quantidade de *covenants* são de empresas com menor risco.

---

<sup>3</sup> A revisão apresentada por Kothari (2001) também apresenta diversos estudos que sustentam a sugestão apresentada por Verrecchia (2001).

A revisão feita por Kothari (2001) mostra diversas pesquisas que corroboram a relação negativa entre a transparência e o custo do capital e, de forma análoga, esta mesma relação existe quando se refere ao número de *covenants* exigido pelo investidor em determinado título uma vez que contratos com mais *covenants* geralmente tem custo maior.

O presente trabalho não pontua a divulgação específica de informações não obrigatórias, entretanto, apresenta mecanismos que sugerem que uma quantidade maior de informações foi revista e a qualidade das informações divulgadas é maior.

## **2.7. HIPÓTESES DA PESQUISA**

Com base na literatura apresentada e na pergunta de pesquisa, as hipóteses do trabalho consistem em:

**H<sub>1</sub> - Maior monitoramento faz com que os contratos de debêntures tenham menos *covenants*.**

Dado que o monitoramento pode reduzir o risco dos credores, estes podem exigir um número menor de *covenants* nos contratos nas empresas com mais mecanismos de monitoramento.

Destarte, assumindo que as empresas com melhor transparência possuem menor risco e que contratos com menos *covenants* são de empresas com menor risco, espera-se que empresas mais transparentes possuam, também, menor número de *covenants* (BUSHMAN; SMITH, 2003; MANSI; QI; WALD, 2013). Assim, temos a segunda hipótese deste trabalho:

**H<sub>2</sub> - Maior transparência faz com que os contratos de debêntures tenham menos *covenants*.**

## **3. ASPECTOS METODOLÓGICOS**

### 3.1. População e Seleção da Amostra

Considerando o objetivo de observar aspectos de transparência e dado o menor nível de obrigatoriedade de divulgação de informações por empresas de capital fechado, a população desta pesquisa é definida como todas as emissões primárias de debêntures de 2011 a 2015 feitas por empresas de capital aberto (356 emissões de 146 empresas) e foram coletadas no SND – Módulo Nacional de Debêntures, mantido pela ANBIMA.

Das 356 observações da população, 3 foram eliminadas pois não foi possível obter o prospecto da emissão, além disso, outras 110 observações foram eliminadas por serem emissões repetidas das empresas num mesmo ano, portanto, restaram 243 emissões (de 144 empresas). A eliminação pela repetição dos contratos objetiva a não poluição da base com muitas observações com um mesmo número de *covenants*.

Além disso, outras 16 observações foram eliminadas por não ser possível calcular o risco com os dados disponíveis. Restaram, então, 227 observações (de 133 empresas).

O período utilizado é delimitado, inferiormente, pelos resultados encontrados por Beiruth (2015) que observou a alteração na quantidade e no tipo de *covenants* presentes nos contratos de debênture após a adoção do IFRS no Brasil, em 2010. Foi delimitado superiormente pois, quando esta pesquisa foi desenvolvida, não seria possível observar, adequadamente, os dados relativos a 2016.

Vale ressaltar que em pesquisas brasileiras sobre debêntures (ver MENDJOUD, 2015; BEIRUTH, 2015; SILVA, 2008) o número de empresas geralmente é pequeno (140 empresas, em média).

### 3.2. Obtenção dos dados

Os dados foram obtidos em diversas fontes diferentes. Grande parte dos prospectos foram obtidos no website da ANBIMA e aqueles que não estavam disponíveis foram obtidos no website do referido agente fiduciário.

Os dados necessários para se construir os índices de monitoramento e transparência foram obtidos no website da CVM (Ressalva de Auditoria; Presidente do Conselho; Auditor;



Conselho fiscal permanente; Tamanho do Conselho; Independência do conselho; Data da demonstração).

O website da bolsa de Nova Iorque foi utilizado para obter a informação histórica da ADR. Foi também consultado o website da empresa a fim de verificar se há seção específica para relação com investidores.

A base de dados utilizada para obter os dados das variáveis de controle foi a COMDINHEIRO®.

### **3.3. Descrição das variáveis**

#### **3.3.1. Variável dependente**

Ramsay e Sidhu (1998) classificam os *covenants* em 3 grupos, de segurança, contábeis e não Contábeis, esta pesquisa, porém, limitou-se a observar o quantitativo de cláusulas que levam ao vencimento antecipado da dívida. Nos contratos de debênture há uma seção própria para as *covenants* que levam ao vencimento antecipado da dívida.

O modelo apresentado pela ANBIMA (2015), como mostrado anteriormente apresenta seção própria para os *covenants* que antecipam o vencimento do título e o modelo apresenta, como sugestão diversos critérios para que o vencimento seja antecipado.

O modelo insere ainda os indicadores financeiros como critérios que levam o vencimento antecipado do título. Os *covenants* utilizados vão desde a não destinação dos recursos captados pelas debêntures ao projeto que se destinam, descumprimento de ordem judicial, manutenção da razão dívida líquida/EBITDA inferior ao estabelecido, entre outros.

Assim, considerando que após a adoção do IFRS o número de *covenants* contábeis diminuiu (BEIRUTH, 2015) e este fato não ocorreu apenas no Brasil (ver também BALL et al., 2015; DEMERJAN, 2011; CHEN et al., 2013) esta pesquisa limitou-se a observar o quantitativo de cláusulas que levam ao vencimento antecipado de forma geral.

Pode-se considerar também que o quantitativo e o tipo de *covenants* seja um indicativo de risco de falência para a empresa (MANZI; QI; WALD, 2013).

A variável dependente desta pesquisa, portanto, é definida como COV e descrita como a quantidade de cláusulas que definem as condições em que o vencimento antecipado das debêntures pode ser exigido pelos debenturistas.

### 3.3.2. Variáveis explicativas

#### 3.3.2.1. Construção do índice de Transparência e Monitoramento

Os índices de transparência e monitoramento desenvolvido é uma adaptação do índice de governança utilizado por Bortolon e Da Silva Junior (2015) e de IBGC – Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (2014).

Não foi utilizado todo o índice previamente desenvolvido pois alguns componentes do índice não possuíam relação com o objeto de estudo, como por exemplo, o *tag-along*, o *free float*, medidas relativas ao valor das ações ou ainda sobre os conflitos de interesse entre acionistas majoritários e minoritários.

A seguir apresentamos os quesitos selecionados para compor as métricas de transparência e monitoramento bem como as justificativas para cada um.

#### 3.3.2.2. Índice de transparência

O índice de transparência, composto com 5 questões, busca apresentar características de transparência das empresas. Tanto o trabalho de Bortolon e Da Silva Junior (2015) e do IBGC (Instituto Brasileiro de Governança Corporativa) (2014) apresentam dimensões específicas de transparência. Além disso, algumas questões se repetem em ambos estudos.

Para cada pergunta foi atribuído o valor 1 caso a companhia atendesse à questão proposta e 0 se não. O índice utilizado para avaliar a relação entre transparência e o número de *covenants* deriva da soma dos resultados.

Das perguntas apresentadas, as utilizadas para a realização desta pesquisa foram as apresentadas na Tabela 2.

Tabela 2 – Componentes do índice de transparência

<b>Transparência</b>
A empresa possui website específico para relação com investidores?
Os pareceres dos auditores dos 5 últimos anos tiveram alguma ressalva?
As demonstrações foram publicadas dentro do prazo?
A empresa foi auditada por uma empresa global de auditoria? ( <i>Deloitte; Enerst &amp; Young; PWC; KPMG</i> )
A empresa possui ADR?

Fonte: Autoria própria.

A importância da disponibilização de um website específico para relação com investidores por este ser um canal importante de comunicação além da empresa ter grande capacidade informativa (IBGC, 2014). Este estudo, assim como outros, observou que a maioria das companhias<sup>4</sup> mantêm website para relação com investidores (LEAL; SILVA, 2005; IBGC, 2014).

Leal e Silva (2005) classificam as empresas em função da não condenação pela CVM em processos ligados à dimensão de ética e conflito de interesses. Entretanto, o IBGC (2014) não fez qualquer consideração desta natureza, optando por considerar se a empresa possuiu algum parecer com ressalva nos últimos 5 (cinco) anos. Este trabalho optou por utilizar a abordagem do IBGC (2014).

Apresentar as demonstrações na data estipulada pela CVM<sup>5</sup> demonstra o compromisso da empresa em apresentar suas informações aos mais diversos *stakeholders*. Este critério foi utilizado por Bortolon e Da Silva Junior (2015), IBGC (2014), Leal e Silva (2005) e Silva e Leal (2005).

Leal e Silva (2005) e Silva e Leal (2005) sugerem que a escolha de um grande auditor pode levar a uma melhor transparência das informações. Bortolon e Da Silva Junior (2015) corroboram o estudo mostrando que a escolha do auditor possui relação com a transparência dos dados divulgados por ela.

Tratando-se da empresa auditora, temos ainda as evidências de Bhaskar, Krishnan e Yu (2016) de que há uma relação (negativa) entre o risco e a empresa auditora (i.e. empresa auditadas por grandes auditores têm menor risco). Assim, como mostrado anteriormente que

<sup>4</sup> Aproximadamente 86,47% das companhias observadas possuem website para relacionamento com investidores.

<sup>5</sup> 30 de abril.

empresas com menos risco também possuem menos *covenants* é possível estabelecer uma relação entre a empresa auditora e o número de *covenants*.

Além disso, as empresas que publicam as demonstrações nos EUA (Estados Unidos da América) por possuírem ADR, têm, em geral, melhor transparência das informações e, por conseguinte, menor assimetria de informação (KLAPPER; LOVE, 2004; LEAL; SILVA, 2005; FERREIRA, 2008).

Assim, espera-se que uma quantidade maior de mecanismos de transparência leve a um número menor de *covenants*.

### 3.3.2.3. Índice de monitoramento

O índice de monitoramento é composto com 5 questões, apresentadas na tabela 3, e busca evidenciar os mecanismos de monitoramento presentes nas empresas.

Vale ressaltar que, diferentemente do índice de transparência, não havia uma dimensão específica de monitoramento nos trabalhos do IBGC (2014) e de Bortolon e Da Silva Junior (2015). Assim o índice de monitoramento foi composto por questões das outras dimensões apresentadas por esses trabalhos.

Da mesma forma que o índice de transparência, para cada pergunta foi atribuído o valor 1, caso a empresa atendesse o critério e 0, caso contrário. O índice resultante deriva da soma dos resultados.

Tabela 3 – Componentes do índice de monitoramento

<b>Monitoramento</b>
O Conselho de administração possui ao menos 20% de independência?
O conselho de administração tem tamanho adequado às boas práticas do IBGC?
O presidente do conselho e o presidente da empresa são pessoas diferentes?
A empresa possui conselho fiscal permanente?
O maior acionista possui mais de 50% do capital votante?

Fonte: Autoria própria.

Anderson, Mansi e Reeb (2004) consideram que conselheiros independentes são melhores monitores da gestão da empresa e que é mais provável que os relatórios financeiros sejam mais confiáveis. De forma semelhante Byrd e Hickman (1992) sugerem que a

independência do conselho minimiza o comportamento utilitarista de gestores que possuem ações (managerial entrenchment) bem como a expropriação de recursos da empresa, além disso, maior independência do conselho leva também à menor possibilidade de fraudes (BEASLEY, 1996; DECHOW; SLOAN; SWEENEY, 1996).

Então um conselho mais independente torna menores os custos de agências uma vez que os credores serão beneficiados com maior validade nos relatórios financeiros (ANDERSON; MANSI; REEB, 2004; KLEIN, 2002). Assim, espera-se que os contratos de empresas com conselhos mais independentes possuam um número menor de *covenants*.

A independência do conselho de administração é avaliada pela razão  $\frac{\text{Membros não indicados pelo sócio controlador}}{\text{total de membros do conselho}}$  De forma que quanto mais próximo de 1, mais independente.

Como mostram Silva e Leal (2005) quando se trata do conselho de administração há controvérsia nos resultados encontrados, alguns trabalhos mostram que conselhos maiores podem ser menos eficientes que menores (JENSEN, 1993; YERMACK, 1996). Em contrapartida conselhos menores podem evitar que os acionistas minoritários tenham acesso ao conselho de administração (SILVA; LEAL, 2005).

Nesse sentido, o IBGC sugere um conselho de tamanho ideal entre 5 (cinco) e 11 (onze) conselheiros (IBGC, 2009).

Ainda no que tange o conselho de administração, Silveira, Barros e Famá (2003) sugerem que empresas que têm a mesma pessoa ocupando o cargo de presidente do conselho e de diretor executivo são menos valorizadas pelo mercado por conta da maior possibilidade de comportamento oportunista. Leal e Silva (2005) observaram que pouco mais de 30%<sup>6</sup> das empresas tinham a mesma pessoa ocupando o cargo de presidente do conselho e de diretor executivo.

Chava, Kumar e Wargha (2010) sugerem também que quando a mesma pessoa é o presidente do conselho de administração e diretor executivo, a independência do conselho é reduzida, reduzindo sua capacidade de monitoramento sobre o gestor.

O conselho fiscal tem por função, entre outras coisas, fiscalizar os atos da administração tendo função similar ao comitê de auditoria<sup>7</sup> em outros países (SILVA; LEAL, 2005; IBGC, 2009). Previsto na legislação brasileira, seu funcionamento pode ser temporário, uma vez que

<sup>6</sup> O percentual aplica-se ao caso estudado por Leal e Silva (2005). A amostra utilizada por este trabalho mostra que 17,18% das empresas tem a mesma pessoa ocupando os dois cargos.

<sup>7</sup> Mas sem o envolvimento no planejamento e execução da auditoria que os comitês de auditoria possuem (SILVA; LEAL, 2005).

seja solicitado por acionistas que representem determinado percentual do capital social, e aprovado em assembleia. Há empresas que o adotam de forma permanente, com previsão estabelecida no estatuto (BRASIL, 1976; SILVA; LEAL, 2005).

Bortolon e Da Silva Junior (2015) encontraram evidências que o número de empresas que adotam o conselho fiscal permanente é crescente em empresas que passam pelo processo de saída da bolsa de valores.

As companhias divulgam no formulário de referência como são administradas e neste mesmo documento, informações sobre conselhos e comitês são divulgadas, incluindo se o conselho fiscal é permanente ou se está instalado (em caso de não ser permanente).

A literatura internacional tem por costume levar em conta os *blockholders* quando refere-se ao controle das empresas, considerando percentuais de cerca de 5%. Entretanto, no Brasil temos o capital demasiadamente concentrado (LEAL; SILVA; VALADARES, 2002).

O Brasil possui o capital bastante concentrado e é comum que as empresas tenham o acionista majoritário com mais de 50% do capital votante (BROEDEL LOPES; WALKER, 2008). Estudos mais recentes mostram que a realidade do mercado brasileiro se mantém a mesma e em 2012, pouco mais de 70% das empresas possuía um controlador ou bloco de controle (3 maiores acionistas) (MARQUES; GUIMARAES; PEIXOTO, 2015).

Chava, Kumar e Warga (2010) e Jebri (2013) alinhados com a pesquisa de Jensen e Meckling (1976) sugerem que maior controle tem maior poder de monitoramento, desde que o controle seja proporcional aos direitos sobre o fluxo de caixa da empresa<sup>8</sup>.

Apesar disso, controle em demasia pode fazer com que a empresa assuma, desnecessariamente, projetos de alto risco com o capital de terceiros, além de favorecer a expropriação dos minoritários (SAITO; SILVEIRA, 2008; CHAVA; KUMAR; WARGA, 2010; MARQUES; GUIMARAES; PEIXOTO, 2015).

Klapper e Love (2004) sugerem também que melhores mecanismos de monitoramento podem prevenir a expropriação de minoritários e fazer com que os benefícios aos acionistas sejam menores.

### 3.3.3. Variáveis de controle acerca das características dos contratos

---

<sup>8</sup> Este estudo leva em consideração o desvio de direitos nas variáveis de controle.

O grupo de variáveis de controle I apresenta as características internas do contrato que o diferencia dos outros contratos de debênture, de forma que é possível avaliar se contratos de um determinado tipo possuem mais ou menos *covenants*.

Levando em consideração que características diferentes podem alterar o posicionamento do investidor com relação ao contrato. Isto ocorre por que essas características têm poder de conferir maior ou menor risco aos contratos podendo interferir no total de *covenants* presentes num contrato (MENDJOUD, 2015).

#### 3.3.3.1. Série

O procedimento de emissão de debêntures permite que as emissoras o façam de forma fracionada com quantidade e valor definido através do procedimento de *bookbuilding*.

Entretanto como os contratos que possuem mais de 1 série não possuem diferenças “padronizadas” (as condições podem, ou não, ser diferentes de uma série para outra) não há uma expectativa prévia acerca da relação entre a série e a quantidade de *covenants* no contrato (RIBEIRO, 2010).

A variável empregada no estudo é dicotômica como mostrado no apêndice D evidenciando se a emissão foi feita em série única ou não.

#### 3.3.3.2. Emissão

A variável “emissão” controla se o título emitido é o primeiro emitido por aquela empresa, no período. Isso mostra se a empresa já possui dívidas desta natureza, de forma que novas emissões representam novas dívidas.

Considerando então a premissa de que maior endividamento<sup>9</sup> traz maior risco e, consequentemente, maior número de *covenants*, espera-se que empresas que não tenham emissões anteriores tenham menos *covenants* que empresas que já tenham emitidos títulos anteriormente (LELAND, 1994; ANDERSON; MANSI; REEB, 2004; MANSI; QI; WALD, 2013)

---

<sup>9</sup> Melhor explicado no tópico 3.5.4 deste trabalho.

### 3.3.3.3. Incentivo

A lei 12.431/2011 instituiu incentivos tributários para quem compra títulos públicos nos termos do inciso I do art. 1º da supracitada lei (BRASIL, 2011). Estes títulos são relacionados com projetos de infraestrutura de grande importância para o Governo Federal (MENDJOUD, 2015).

Assim, assume-se que o risco do investidor é menor numa debênture que possua tal incentivo em detrimento de uma que não o possua. Isto ocorre, pois, os custos (tributários) são inferiores em projetos financiados com debêntures incentivadas.

Destarte, o risco de não pagamento aos investidores é menor (ANDERSON; MANSI; REEB, 2004; MANSI; QI; WALD, 2013). Assim como evidenciado no apêndice D, uma variável *dummy* classificará se a emissão foi incentivada ou não.

### 3.3.3.4. Dispensa

A empresa está desobrigada de protocolar, registrar e arquivar juntamente à CVM as debêntures que atendam ao disposto no Art. 5, II da Instrução CVM 400/03, ao disposto no Art. 15 da instrução CVM 476/09 ou ainda no Art. 19 da lei 6.385/76 (CVM, 2004; CVM, 2009; BRASIL, 1976).

A dispensa relativa à Instrução CVM 400/03 trata das emissões feitas em lote único<sup>10</sup>. A dispensa relativa aos Art. 15 da ICVM 476/09 e Art. 19 da lei 6.385/76 refere-se aos títulos com esforços restritos de distribuição. Isso significa que o título foi negociado entre os investidores qualificados<sup>11</sup>.

Assim, assumindo que os investidores qualificados sejam mais informados e saibam avaliar melhor as informações emitidas pelas empresas, tem-se menos problemas de assimetria informacional entre credores e acionistas.

Desta forma, se mais *covenants* são utilizadas para dar transparência e reduzir a assimetria informacional entre credores e acionistas espera-se que estes investidores precisem de menos *covenants* (JENSEN; MECKLING, 1976; BUSHMAN; SMITH, 2003).

---

<sup>10</sup> Importante ressaltar que nenhuma das empresas da amostra (2 da população) foi dispensada do registro da debênture junto à CVM nos termos da Instrução CVM 400/03.

<sup>11</sup> Investidor qualificado é todo aquele que se enquadra no Art. 9-B e seus incisos da Instrução CVM 554/14 alterada pelas instruções CVM 564/15 e 566/15.



### 3.3.3.5. Garantia

As debêntures podem ser com ou sem garantias, quando o título possui garantias ela pode se apresentar de duas formas:

Garantia real: O título é garantido por bens (móveis ou imóveis) da empresa ou de terceiros e geralmente esses bens não podem ser negociados sem a autorização dos debenturistas.

Garantia Flutuante: A empresa pode negociar seus bens, entretanto os títulos que possuem garantia flutuante asseguram aos credores privilégio sobre os ativos da empresa e, em caso de falência, os debenturistas recebem antes mesmo que outros debenturistas de títulos emitidos anteriormente.

Assim, os títulos apresentam também dois tipos de emissões sem garantia, são elas:

Quirografárias: Não há preferência no recebimento no caso de liquidação da empresa, concorrendo em igualdade aos demais credores da empresa.

Subordinada: Assim como nas debêntures quirografárias, não há preferência em detrimento a outros credores, apenas sobre os acionistas.

Considerando o exposto acima, espera-se que os títulos que apresentem garantia sejam menos arriscados que aqueles que não possuem e, portanto, apresentem um número menor de *covenants*. A variável empregada neste estudo e apresentada no apêndice D evidencia se a emissão possui garantia ou não (BM&FBOVESPA, 2015; CVM, [s.d.]; ABRASCA, 2008).

Entretanto, ao contrário do que é esperado, Mendjoud (2015) encontrou evidências que mostram uma relação contrária entre a presença de garantia e um menor risco de forma que “as companhias com maior risco de crédito possuem mais incentivos para oferecer proteção adicional que mitigue eventuais renegociações ou eventos de *default*” (MENDJOUD, 2015, p. 39).

### 3.3.4. Variáveis de controle acerca das características da empresa

O grupo de variáveis de controle II apresenta as características da empresa emissora do título, de forma que é possível avaliar se empresas com determinadas características possuam mais ou menos *covenants*.

Novamente deve-se considerar que características diferentes podem alterar o posicionamento do investidor com relação ao contrato. Isto ocorre por que essas características

têm poder de conferir maior ou menor risco<sup>12</sup> aos contratos podendo interferir no total de *covenants* presentes num contrato.

#### 3.3.4.1. Tamanho

Quanto maior a empresa mais controles são necessários para que as ações da gestão sejam monitoradas. Desta maneira, empresas maiores possuem mais custos de agência (custo para monitorar a gestão) (JENSEN, 1986).

De maneira análoga, as *covenants* tem função de controle das atividades do gestor, assim, espera-se que empresas maiores emitam contratos de debênture com número maior de *covenants* (ANDERSON; MANSI; REEB, 2004; BEATTY; WEBER; YU, 2008).

Neste trabalho o tamanho da empresa está representado pelo logaritmo natural do ativo total para suavizar a diferença de tamanho entre as empresas.

#### 3.3.4.2. Controle

Campos (2006) ao tratar da concentração de capital e os conflitos de agência sugere que uma concentração maior de capital do acionista pode reduzir os custos/conflitos de agência, uma vez que a maior concentração de capital geralmente está ligada a uma maior participação do acionista (controlador) nas decisões da empresa.

Assim, com o maior monitoramento por parte do controlador a tendência é que os conflitos de agência entre acionista e gestor sejam reduzidos pois os gestores estarão mais alinhados ao que desejam os acionistas (CAMPOS, 2006).

Entretanto, quando isto acontece podem surgir conflitos de agência entre acionistas e credores quando os acionistas passam a assumir riscos altos com capital de terceiros (SAITO; SILVEIRA, 2008).

Destarte, uma das formas para mitigar os conflitos de agência entre os credores e os acionistas são as *covenants*, então, espera-se que, quanto maior a participação do acionista controlador, maior número de *covenants* (JENSEN; MECKLING, 1976).

---

<sup>12</sup> Seja através da possibilidade de liquidação da companhia, seja através de maiores custos a empresas com certas características ou ainda a possibilidade de expropriação dos investidores.

#### 3.3.4.3. Desvio de Direitos

Claessens, Djankov e Lang (2000) mostram que empresas com controle mais concentrado tem propensão a uma maior disparidade entre o controle e a propriedade, ocorrendo principalmente em empresas em que o controle é familiar.

Claessens et al. (2002) mostra ainda que um maior desvio de direitos leva a maiores custos de agência. Bortolon, Neto e Santos (2013) sugerem, também, que quanto maior o desvio de direitos piores são as práticas de governança.

O desvio de direitos em geral faz parte de índices de governança na literatura e, uma vez que poderia também afetar o monitoramento sobre a companhia, a variável foi incluída como variável de controle (BUSHMAN; SMITH, 2003; IBGC, 2014; BORTOLON; DA SILVA JUNIOR 2015)

#### 3.3.4.4. Rentabilidade

Asquith, Beatty e Weber (2005) mostram que quando uma empresa possui maior performance o custo da dívida é menor, então, analogamente, considerando que as *covenants* são restrições para que o pagamento dos juros e do principal seja garantido, espera-se que, empresas mais rentáveis tenham um menor número de *covenants*.

O desempenho será representado pelo ROA que, apesar de não ser uma medida perfeita para avaliação da rentabilidade, se apresenta como uma medida melhor e mais eficientes que outras medidas de rentabilidade (KOTHARI; LEONE; WASLEY, 2005; HAGEL III et al, 2013).

#### 3.3.4.5. Endividamento

O endividamento está diretamente relacionado com o risco da empresa da mesma forma que um aumento no risco está diretamente relacionado com o aumento no número de *covenants* além de prejudicar o debenturista (LELAND, 1994; ANDERSON; MANSI; REEB, 2004; MANSI; QI; WALD, 2013).

Assim, espera-se que empresas mais endividadas tenham um maior número de *covenants*. O endividamento será representado pela razão  $\frac{\text{Dívida Líquida}}{\text{EBITDA}}$  esta medida é utilizada, inclusive como *covenant* em alguns contratos de debênture, sendo também uma medida observada pelo investidor (SILVA, 2008).

#### 3.3.4.6. Risco

Como mostrado por Mansi, Qi e Wald (2013) o número de *covenants* está associado ao risco da empresa. E considerando também que alguns componentes dos índices estão associados, simultaneamente à transparência, monitoramento e ao risco, omitir uma variável desta natureza provocaria problemas de endogeneidade no trabalho.

Assim a medida de risco escolhida foi o desvio padrão do fluxo de caixa operacional que representa o risco total da empresa. Qualquer empresa com mais de 1 período de informações, limitado a 5 períodos, na amostra foi selecionada. Foram feitos testes de robustez, considerando apenas empresas que possuíam 5 períodos bem como a utilização do desvio padrão do lucro operacional como comparativo ao desvio padrão do fluxo de caixa operacional.

#### 3.3.4.7. Prazo

Leland (1994) sugere que dívidas de prazo mais longo tendem a ser prejudiciais aos credores e para reduzir o risco que os credores possam ter, há a presença de mais *covenants* nos contratos.

Rajan e Winton (1995) sugerem também que dívidas com maior prazo teriam um número maior de *covenants*, mostrando que os intermediadores financeiros não teriam incentivos para monitorar se não houvesse a hipótese de requerer a liquidação da dívida, condição apresentada pelos *covenants*.

Destarte, o prazo escolhido foi a quantidade de dias corridos entre a data de emissão do título e a data de vencimento do mesmo.

A Tabela 4 apresenta, resumidamente, as variáveis, construção, sinal esperado e fundamentação teórica.

Tabela 4 – Descrição das variáveis

Variável Dependente			
Variável	Descrição/Cálculo	Sinal esperado	Referências
<i>COV</i>	Quantidade de <i>covenants</i> de segurança	?	?

<b>Variáveis de interesse II - Transparência</b>			
<b>Variável</b>	<b>Descrição/Cálculo</b>	<b>Sinal esperado</b>	<b>Referências</b>
DEMWEB	Dummy. Se o website da empresa apresenta demonstrações para analistas de mercado, 1, 0 se não.	-	IBGC (2014)
RESAUDIT	Dummy. Se nos últimos 5 anos não houve ressalva no parecer da auditoria, 1, 0 em outros casos.	-	IBGC (2014)
DATADEM	Dummy. Se as demonstrações foram apresentadas dentro do prazo, 1, 0 em outros casos.	-	Leal e Silva (2005)
AUDIT	Dummy em que 1 a empresa foi auditada no ano anterior por uma <i>BigN</i> e 0 em outros casos.	-	Bhaskar, Krishnan e Yu (2016); Leal e Silva (2005)
ADR	Dummy. Se a empresa possui ADR negociada, 1, 0 em outros casos.	-	Ferreira (2008); Silveira, Barros e Famá (2004)
<b>Variáveis de interesse II - Monitoramento</b>			
INDCONADM	Dummy. Se 20% ou mais dos membros do conselho forem independentes, 1, 0 em outros casos.	-	Anderson, Mansi e Reeb (2004); Byrd e Hickman (1992); Beasley (1996); Klein (2002); Leal e Silva (2005)
TAMCONS	Dummy. Se a empresa possui o número adequado de membros no conselho de administração, 1, 0 em outros casos.	-	Leal e Silva (2005); IBGC (2004)
PRESCONS	Dummy. Se o cargo de presidente executivo e de presidente do conselho de administração são exercidos por pessoas diferentes, 1, 0 em outros casos.	-	Leal e Silva (2005); IBGC (2014); Silveira, Barros e Famá (2004); Chava, Kumar e Warga (2010)

CONSFIS	Dummy. Se existe conselho fiscal permanente, 1, 0 em outros casos.	-	Leal e Silva (2005); IBGC (2009)
BLOCK	Dummy. Se o acionista controlador possui mais de 50% do capital votante, 1, 0 em outros casos.	-	Silva e Leal (2005); Chava, Kumar e Warga (2010)
<b>Variáveis de Controle I</b>			
<b>Variável</b>	<b>Descrição/Cálculo</b>	<b>Sinal esperado</b>	<b>Referências</b>
SERIE	Dummy. Se a emissão possui uma única série, 1, 0 em outros casos	?	Ribeiro (2010)
EMISSAO	Dummy. 1 se for a primeira emissão da empresa, 0 em outros casos.	-	Leland (1994)
INCENT	Dummy. 1 se a emissão possui incentivo e 0 se não possui.	-	Mendjoud (2015)
DISP	Dummy. Se houve dispensa do registro da emissão =1. 0 em outros casos.	-	Bushman, Smith (2003); Jensen e Meckling, (1976)
GARANT	Dummy. 1 se há garantia e 0 em outros casos.	?	Mendjoud (2015)
<b>Variáveis de Controle II</b>			
<b>Variável</b>	<b>Descrição/Cálculo</b>	<b>Sinal esperado</b>	<b>Referências</b>
TAM	Logaritmo natural do Ativo Total	+	Beatty, Weber e Yu (2008); Anderson, Mansi e Reeb (2004)
CONT	Percentual de controle do maior acionista	+	Campos (2006); Saito e Silveira(2008)
DESVDIR	Razão entre o percentual de controle e participação total no	+	Bortolon, Neto e Santos (2013)

	capital da empresa do maior acionista.		
RENT	Avaliado através do ROA (lucro operacional / ativo total)	-	Asquith, Beatty e Weber (2005)
ENDIV	Dívida Líquida sobre EBITDA	+	Leland (1994)
RISCO	Desvio padrão do fluxo de caixa operacional	+	Mansi, Qi e Wald, (2013); Bushman e Smith (2003); Bhaskar, Krishnan e Yu (2016)
PRAZO	Dias corridos entre a data de emissão e o vencimento dos títulos.	+	Leland (1994); Rajan e Winton (1995)

Fonte: Autoria própria.

### 3.4. Escolha do modelo

A fim de analisar como a transparência e o monitoramento afetam a quantidade de *covenants* em contrato de debêntures nos últimos anos, foram coletados dados das emissões ofertadas no mercado primário de 2011 a 2015, conforme metodologia descrita abaixo.

Uma vez que a variável resposta é uma variável de contagem (ver apêndice D, que descreve as variáveis), o modelo utilizado para testar as hipóteses da pesquisa será regressão negativa binomial com correção robusta.

Este modelo foi escolhido dentre outras opções de modelo para dados contáveis pois a variância apresentava pela variável de interesse é maior que a média e tanto o AIC (*Akaike's information criterion*) e o BIC (*Bayesian information criterion*) foram menores que outros modelos testados<sup>13</sup>.

Além disso, uma vez que não há interesse em avaliar a evolução do número de *covenants*, as emissões serão tratadas de forma estática no tempo. Destarte, a metodologia utilizada será a de *cross section*. Desta forma, o período (ano) da emissão será considerado para ajustar o modelo.

---

<sup>13</sup> Ver apêndice B.

### 3.4.1. Modelo econométrico

Assim, considerando o quadro demonstrado acima, temos o seguinte modelo genérico para esta pesquisa:

$$\begin{aligned} cov_{in} = & \alpha + \beta_1 TRANSP_{in}^- + \beta_2 MONITOR_{in}^- + \beta_3 SERIE_{in}^? + \beta_4 EMISSAO_{in}^- \\ & + \beta_5 INCENT_{in}^- + \beta_6 DISP_{in}^- + \beta_7 GARANT_{in}^? + \beta_8 TAM_{in}^+ + \beta_9 CONT_{in}^+ \\ & + \beta_{10} DESVDIR_{in}^+ + \beta_{11} RENT_{in}^- + \beta_{12} ENDIV_{in}^+ + \beta_{13} RISCO_{in}^+ \\ & + \beta_{14} PRAZO_{in}^+ \end{aligned}$$

Onde:

TRANSP = Índice de transparência;

MONITOR = Índice de monitoramento;

As demais variáveis estão definidas na tabela 4.

## 4. RESULTADOS E DISCUSSÕES

Esta pesquisa é composta de testes univariados e multivariados. Inicialmente, como pode ser visto abaixo pela tabela 5, temos a estatística descritiva. Posteriormente temos a tabela 7, que apresenta os testes de diferença de média. E finalmente a regressão binomial negativa com correção robusta a fim de analisar a relação entre transparência e monitoramento com a quantidade de *covenants* presentes nos contratos de debênture.

### 4.1. Estatística Descritiva

A tabela 5 apresenta a estatística descritiva. O maior valor possível para o índice global é 10, entretanto, nenhuma companhia obteve o total de pontos.

No índice de monitoramento, com pontuação máxima possível de 5, 6 observações (2,64%) alcançaram a pontuação máxima. Já no índice de transparência, 20 observações (8,81%) alcançaram a pontuação máxima.



No outro extremo, 6 observações apresentaram 1 ponto no índice de monitoramento (2,64%) e 1 observação obteve 1 ponto no índice de transparência (0,44%).

Tabela 5 – Estatística descritiva

	Obs.	Média	Mínimo	Máximo	Mediana	Desv. Padrão
Covenants	227	20.04	4	42	20	6.32
Ind. Global	227	6.75	3	9	7	1.18
Ind. Monitoramento	227	2.95	1	5	3	0.87
Ind. Transparência	227	3.82	1	5	4	0.67
Tamanho	227	22.08	13.42	26.46	22	1.45
Controle	227	65.32	7.21	100	60.61	24.82
Desvio de Direitos	227	1.06	0.33	2.51	1	0.25
Rentabilidade	227	0.11	0.13	0.54	0.10	0.08
Endividamento	227	-0.05	-460.84	439.08	1.58	50.77
Risco	227	18.73	10.85	23.17	18.66	1.44
Prazo	227	2172.17	487	7305	1827	1048.32

Fonte: Autoria Própria

A tabela 6 apresenta os dados relativos aos componentes individuais dos índices. Interessante notar que, em quase todas as questões a proporção que atende é muito grande, ou muito pequena, com exceção da independência do conselho. Possivelmente se o critério fosse que todos os membros fossem independentes, o resultado seria similar às outras questões.

Tabela 6 – Proporção de atendimento às questões.

Questão	Atende	Não Atende	Proporção que atende
	1	0	
DEMWEB	206	21	90,75%
RESAUDIT	202	25	88,99%
DATADEM	224	3	98,68%
AUDIT	208	19	91,63%
ADR	28	199	12,33%
INDCONADM	99	128	43,61%
TAMCONS	178	49	78,41%

Questão	Atende	Não Atende	Proporção que atende
	1	0	
PRESCONS	188	39	82,82%
CONSFIS	40	187	17,62%
BLOCK	159	68	70,04%

Fonte: Autoria própria

#### 4.2. Testes de diferença de Média

A tabela 7 apresenta o resultado do teste T de diferença de média. Os testes foram feitos a fim de avaliar qual era o quantitativo de *covenants* médio, dada a presença de determinada característica.

Comparando com o grupo de questões que compunham os índices de transparência e monitoramento, a divisão foi feita entre as observações que atendiam ao critério e as que não atendiam.

Com relação às variáveis de controle 1, que se referem a características internas dos títulos, a divisão foi feita com base no apresentado pela tabela 4, assim, se a título possuía a característica foi atribuído o número 1 e 0, caso contrário.

Com as variáveis de controle 2, relativas às características da emissora dos títulos, a divisão não foi a mesma para todas as variáveis. A variável de desvio de direitos foi considerada se havia (0) ou não (1) desvio de direitos. As outras variáveis, foram divididas entre o primeiro tercil (1) e o último tercil (0) a fim de avaliar a diferença entre os extremos.

Boa parte dos testes mostrou diferenças de quantidades de *covenants* estatisticamente significativas, mostrando que, observados isoladamente, mecanismos de monitoramento e transparência estão presentes em empresas com contratos com quantidade menor de *covenants*.

Além disso, a presidência da empresa e do conselho de administração ser exercida por pessoas diferentes não apresentou diferença estatisticamente significativa. Outro fator que não apresentou diferença significativa refere-se à presença de um conselho fiscal permanente.

No âmbito das características dos títulos a série, o fato de a debênture ser incentivada, se a emissão possui série única, e se houve dispensa, não foram estatisticamente significativos.

Conforme o previsto o resultado encontrado acerca da presença de garantia nos contratos de debênture, sugere que empresas mais arriscadas possuem, em média, além da

garantia, mais restrições contratuais. Refutando o previsto por Mendjoud (2015) que encontrou relação contrária entre a presença de garantias e o risco da empresa. É possível que a diferença entre a métrica utilizada neste trabalho (quantidade de *covenants*) e a utilizada por Mendjoud (2015) (juros pagos pelos títulos) seja a razão da diferença observada.

Também no âmbito das características da empresa emissora, 3 das 5 características observadas não demonstraram significância estatística, o desvio de direitos, a rentabilidade e o endividamento.

O tamanho da empresa mostrou comportamento contrário ao esperado, em que maiores empresas teriam maior número de *covenants*. O teste univariado não permite considerar outros fatores presentes nas duas amostras comparadas e que podem influenciar o resultado. O tercil das empresas de menor tamanho apresenta, por exemplo, apenas uma emissora de ADR e 88,16% delas foram emitidas com dispensa de registro na CVM. É possível também que as empresas do tercil inferior estejam em momento de crescimento e por isso no número maior de *covenants* (BRADLEY; ROBERTS, 2015).

Sob a ótica do controle da empresa, sabe-se que a teoria é controversa sobre o tamanho do controle e seu reflexo no maior monitoramento ou ainda, quando o controle é demasiado grande, o maior incentivo aos acionistas em expropriar os credores. Então os resultados encontrados corroboram a teoria que sugere que maior controle resulta em maior monitoramento e, por conta disso, um menor número de *covenants*. Assim, as empresas que possuem o maior acionista com maior controle no Brasil têm efeito no monitoramento, ao invés de incentivos para expropriar os credores.

Tabela 7 – Testes de diferença de média

	Médias					
	1		0		Diferença	Estatística T
	Contagem	Média	Contagem	Média		
DEMWEB	206	19.69	21	23.48	-3.79	2.65***
RESAUDIT	202	20.26	25	18.2	2.07	-1.54
DATADEM	224	19.95	3	26.67	-6.71	1.83*
AUDIT	208	19.61	19	24.74	-5.13	3.46***
ADR	28	12.82	199	21.05	-8.23	7.13***
INDCONADM	99	21.12	128	19.20	1.92	-2.28**
TAMCONS	178	20.35	49	18.88	1.48	-1.45

	Médias					
	1		0		Diferença	Estatística T
	Contagem	Média	Contagem	Média		
PRESCONS	188	20.11	39	19.72	0.39	-0.35
CONSFIS	40	19.35	187	20.19	-0.84	0.76
BLOCK	159	19.50	68	21.30	-1.81	1.99**
SERIE	158	20.18	69	19.71	0.47	-0.52
EMISSAO	23	23.35	204	19.67	3.68	-2.68***
INCENT	19	21.31	208	19.92	-1.39	-0.92
DISP	189	20.19	38	19.29	0.90	-0.80
GARANT	31	26.26	196	19.05	7.20	-6.39***
PRAZO	50	21.74	68	18.84	2.90	-2.33**
RISCO	76	22.05	76	17.41	4.64	-4.62***
TAM	76	23.26	76	17.20	6.06	-6.04***
CONT	76	21.5	75	18.08	3.42	-3.3362***
DESVDIR	170	19.78	57	20.82	-1.05	1.08
RENT	76	20.01	76	19.34	0.67	-0.65
ENDIV	76	20.14	76	20.79	-0.64	0.59

Fonte: Autoria própria.

### 4.3. Regressões binomiais negativas

6 modelos foram feitos a fim de que se avaliasse a relação dos índices de monitoramento e dos índices de transparência com o número de *covenants* nos contratos de debênture. A tabela 8 mostra os resultados:

Tabela 8: Resultados das regressões binomiais

Variável	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5	Modelo 6
Risco	-.0522***	-.0467***	-.0509***	-.0450***	-.0327**	-.0351**
Transparência	-.1111***		-.1059***			
Monitoramento	.0330**	.0238				
Pres_con				-.0042		-.0068
Tam_cons				.0121		-.0140
Cons_Fiscal				.0014		.0492
Blockholder				.0286		.0339

Variável	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5	Modelo 6
Ind_cons_adm				.0556		.0108
Ress_audit					.0722	.0568
Data_dem					-.1177	-.1105
Dem_web					.0058	.0052
Adr					-.3823***	-.4028***
Auditor					-.1967***	-.1870***
Prazo	-.0001*	-.0001	-.0001*	-.0001	-.0001	-.0001
Série	-.0387	-.0366	-.0403	-.0375	.0052	.0027
Emissão	.1515***	.1405***	.1612***	.1444***	.1695***	.1678***
Incentivada	.1084	.1393*	.1155	.1415*	.0537	.0522
Dispensa	.0236	.0185	.0121	.0194	-.0343	-.0258
Garantia	.1448***	.1837***	.1434***	.1961***	.1958***	.1910***
Tamanho	-.0329**	-.0554***	-.0323**	-.0536***	-.0121	-.0129
Controle	-.0017**	-.0016**	-.0017**	-.0015	-.0012*	-.0014*
Desv_dir	.0487	.0440	.0606	.0395	-.0433	-.0502
Rentabilidade	-.3171	-.4777*	-.3550	-.4379	-.3521	-.3529
Endividamento	-.0002	-.0002	-.0002	-.0002	-.0004	-.0004
Ano 2012	.2070***	.1966***	.2129***	.1990***	.1689***	.1653***
Ano 2013	.2370***	.2142***	.2402***	.2177***	.1997***	.1934***
Ano 2014	.2468***	.2350***	.2490***	.2414***	.2093***	.2064***
Ano 2015	.3161***	.2832***	.3213***	.2920***	.3048***	.3049***
Contante	4.9338***	4.9569***	4.9870***	4.8856***	4.1404***	4.2052***
Observações	227	227	227	227	227	227
Prob>chi²	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000

Fonte: Elaborado pelo autor.

O modelo 1 mostra os índices em conjunto, o modelo 2 é executado apenas com o índice de monitoramento, o modelo 3, apenas com o índice de transparência. Os modelos 4 e 5 são executados com os componentes do índice e o modelo 6 com todos os componentes em conjunto.

As variáveis de ano, a presença de garantia real, se a emissão foi a primeira da empresa, e o risco foram estatisticamente significativas em todos os modelos. Já as variáveis de monitoramento, ADR e auditor foram estatisticamente significativas quando estiveram presentes (modelos 5 e 6).

A fim de melhor observar se os resultados encontrados estão consonantes com a teoria levantada, a tabela 9 apresenta o resultado esperado com base na teoria, o resultado encontrado nos testes de diferença de média bem como na regressão binomial negativa.

Tabela 9: Comparativo entre esperado e encontrado

Variável		Sinal esperado	Sinal encontrado		
			Diferença de média	Regressão binomial negativa	
				Modelo 1	Modelo 6
Transparência	DEMWEB	-	-	-	Não significativo
	RESAUDIT	-	Não significativo		Não significativo
	DATADEM	-	-		Não significativo
	AUDIT	-	-		-
	ADR	-	-		-
Monitoramento	PRESCONS	-	Não significativo	+	Não significativo
	INDCONADM	-	+		Não significativo
	TAMCONS	-	Não significativo		Não significativo
	CONSFIS	-	Não significativo		Não significativo
	BLOCK	-	-		Não significativo
Variáveis de Controle I	SERIE	?	Não significativo	Não significativo	Não significativo
	EMISSAO	-	+	+	+
	INCENT	-	Não significativo	Não significativo	Não significativo
	DISP	-	Não significativo	Não significativo	Não significativo
	GARANT	?	+	+	+
	PRAZO	+	-	-	Não significativo
Varia	TAM	+	-	-	Não significativo

Variável	Sinal esperado	Sinal encontrado		
		Diferença de média	Regressão binomial negativa	
			Modelo 1	Modelo 6
CONT	+	-	-	-
DESVDIR	+	Não significativo	Não significativo	Não significativo
RENT	-	Não significativo	Não significativo	Não significativo
ENDIV	+	Não significativo	Não significativo	Não significativo
RISCO	+	-	-	-

Fonte: Elaborado pelo autor.

O índice de transparência apresentou o resultado esperado e sugerido pela teoria como pode ser observado nos modelos 1 e 3. ao analisamos os modelos 5 e 6 que apresentam o índice em sua forma decomposta, observa-se que 2 variáveis foram significativas, podendo ser as responsáveis pela significância do índice nos modelos 1 e 3.

Vale ressaltar, porém, que, ao observar os modelos 5 e 6 (que apresentam o índice de transparência em sua forma decomposta), apenas as variáveis ADR (a empresa possuir ADR) e AUDITOR (se a empresa foi auditada por um grande escritório de auditoria) foram estatisticamente significativas. Os resultados estão alinhados com as pesquisas de Bhaskar, Krishnan e Yu (2016), no que tange a auditoria feita por uma grande empresa e Klapper e Love (2004) no que se refere às ADR's.

A não significância estatística observada em algumas das variáveis de transparência quando observadas fora do índice (modelos 5 e 6) pode derivar da não importância de tais características para o investidor que compra debênture, uma vez que boa parte da amostra atende aos quesitos. Isto sugere que as métricas de transparência utilizada não são capazes de discriminar a amostra.

Importante ressaltar ainda que mais de 80% dos títulos emitidos foi dispensado do registro, significando que os credores, em geral, investidores qualificados, têm maior capacidade de observar os dados da empresa, talvez sem a necessidade destes mecanismos de transparência. Deve ser levado em conta, também, que algumas emissões possuíam poucos

títulos de alto valor, sugerindo que os compradores destes títulos poderiam ter conhecimento da emissão do título antes que o mesmo fosse feito.

O índice de monitoramento apresentou resultado contrário ao esperado, entretanto, ao observar o índice decomposto nos modelos 4 e 6 pode-se notar que nenhum dos critérios foi estatisticamente significativo, o mesmo ocorre quando o índice de monitoramento está sozinho (modelo 2).

Como mostrado anteriormente, a maioria dos investidores que compra títulos de dívida, possuem, em tese, maior conhecimento de mercado e maior capacidade de observar os dados das empresas, não necessitando, portanto de mais mecanismos de monitoramento por poderem fazer o monitoramento por conta própria.

Além disso, a forte presença do governo no mercado, bem como de agências reguladoras podem ter o efeito de monitoramento cruzado, reduzindo a necessidade de mecanismos adicionais.

No que tange às características dos contratos, o fato da emissão ter ou não série única não foi estatisticamente significativo, corroborando a teoria levantada. O fato de ter sido a primeira emissão da empresa apresentou resultado contrário, podendo ser causado também pelo fato de a empresa estar em crescimento (BRADLEY; ROBERTS, 2015) ou ainda por não ser experiente neste tipo de emissão e utilizar o modelo apresentado pela ANBIMA que já sugere diversos *covenants* com vencimento antecipado.

Apesar do credor ganhar mais com as debêntures incentivadas (por conta da isenção de impostos), isto não possui relação com o contrato em si ou com o risco que a empresa apresenta a seu credor, talvez, por conta disto, esta característica não tenha sido estatisticamente significativa.

Foi observado, também, que a dispensa do registro não é uma característica estatisticamente significativa quando observado sua relação com o número de *covenants*, isso pode sugerir que os investidores qualificados adquirem também títulos que foram registrados na CVM.

O tamanho da empresa apresentou sinal contrário ao esperado, talvez por conta do monitoramento cruzado uma vez que empresas maiores tendem a ter mais *stakeholders* a monitorando (DATTA; ISKANDAR-DATTA; PATEL, 1999).

O controle, como explicado na análise do teste de diferença de média, pode influenciar positivamente, através do efeito alinhamento (com menor número de *covenants*) ou negativamente, pelo efeito entrincheiramento (com maior número de *covenants*). A teoria, em geral, sugere que quanto maior o percentual de controle, maior o número de *covenants* por conta



do efeito entrincheiramento (JENSEN; MECKLING, 1976; SAITO; SILVEIRA, 2008), entretanto, a teoria sugere, também que, em determinado nível, o controle tem efeito monitor (efeito alinhamento) sobre a gestão da empresa (CAMPOS, 2006). Os resultados encontrados sugerem que, na amostra, quando maior o controle do maior acionista, maior o efeito alinhamento (com menor número de *covenants*).

O desvio de direitos pode ter apresentado resultado não significativo por conta da pequena quantidade de observações que apresentaram desvio de direitos (57 empresas com desvio de direitos e 170 sem desvios, conforme apresentado na Tabela 7, onde a amostra foi separada por este critério para os testes de média).

Aparentemente a rentabilidade e o endividamento das empresas não têm influência no número de *covenants*<sup>14</sup>. Esse fato pode estar ligado a descrença que o credor possa ter nos dados contábeis, no Brasil após a entrada do IFRS. As evidências encontradas por Beiruth (2015) mostram que o mesmo ocorre com as *covenants* baseadas em dados contábeis.

O risco apresentou resultado divergente do esperado, o que pode estar atrelado ao fato de que a medida utilizada absorve todos os riscos da empresa, não só ao título de dívida. Utilizar uma medida de risco relativa apenas ao título de dívida como fez Mendjoud (2015) pode apresentar resultado diferente, entretanto, o tamanho da amostra se reduziria ao ponto de poder inviabilizar esta pesquisa.

#### 4.4. Testes de robustez

Testes de robustez foram feitos a fim de consolidar o resultado apresentado. Os testes restringiram a medida de risco e ainda utilizaram outra medida, também que absorve todo o risco da empresa, o desvio padrão do lucro operacional, os testes estão apresentados no apêndice C. Além disso, o investidor que compra debêntures pode observar o risco do não recebimento de outra forma.

A escolha por utilizar outras medidas de risco decorre do fato de tanto a transparência quando o monitoramento poderem representar, também, o risco da empresa. Assim, mesmo ao utilizar medidas diferentes de risco, não houve diferença entre os resultados encontrados entre os testes adicionais e os apresentados anteriormente.

---

<sup>14</sup> Houve fraca significância estatística com relação à rentabilidade no modelo 2.

Importante ressaltar que o modelo que restringe a medida com o fluxo de caixa operacional possui menor significância estatística, talvez pela redução do número de observações (de 227 para 132) e do período (2013 a 2015). Além disso o endividamento, que mostrou resultado não significativo no teste apresentado, mostrou significância no teste que apresenta maior redução no número de observações. Talvez a métrica utilizada para avaliar o endividamento das empresas possa ter se tornado mais relevante com o passar do tempo.

## 5. CONCLUSÃO

As transações comerciais estão permeadas de problemas de agências, sejam eles anterior a transação ou posterior a ela. Não é diferente com as debêntures, que, de um lado há o gestor/acionista e do outro lado o credor.

As debêntures são bastante representativas no mercado de captações do Brasil, de forma que esta pesquisa se justifica ao estudar as relações que envolvem este tipo de transação.

Nessa transação há riscos para o credor, e este pode dirimir estes riscos com mecanismos inerentes ao próprio contrato, os *covenants*. Entretanto, mecanismos de monitoramento e transparência poderiam reduzir a necessidade de *covenants* nos contratos de debênture.

A fim de verificar a relação dos mecanismos de monitoramento e transparência com a quantidade de *covenants* presentes no contrato de debênture foram realizados testes empíricos através da regressão binomial negativa, inserindo variáveis de controle que poderiam interferir nos resultados.

A metodologia utilizada limitou a amostra da pesquisa a emissões feitas, a partir de 2011, por empresas de capital aberto com a exclusão daquelas que não tinham os dados necessários de forma completa disponíveis para os testes.

Assim, das 356 emissões de 146 empresas que compunham a população, a amostra excluiu 129 observações por diversos motivos, sendo eles: não ser possível obter o prospecto da emissão (3), por serem emissões repetidas das empresas no mesmo ano (110) e por não ser possível calcular o risco com os dados disponíveis (16).

A limitação do período foi feita por conta da alteração do padrão contábil brasileiro com a adoção do IFRS, fato que alterou a quantidade e a natureza dos *covenants*, como mostra Beiruth (2015).

A hipótese do estudo considerava que empresas com maiores mecanismos de monitoramento e de transparência possuiriam menor número de *covenants* por apresentar menor risco para os credores.

Os índices de monitoramento e transparência foram construídos, ambos, com 5 questões. O índice de transparência foi construído com base nos estudos de Bortolon e Da Silva Junior (2015) e do IBGC (2014) que traziam as dimensões que compunham índice de governança corporativa. Entre essas dimensões havia a dimensão de transparência, da qual, algumas questões foram utilizadas para compor o índice de transparência utilizado neste estudo. O índice de monitoramento também foi construído com base nesses estudos, entretanto, por não

haver dimensão de monitoramento, o índice foi composto por questões das outras dimensões apresentadas pelos autores.

Foi utilizado como ferramenta estatística a regressão binomial negativa, uma vez que a variável dependente é uma variável contável. Em comparação com outras ferramentas a regressão binomial negativa se apresentou mais consistente com os dados.

Após a realização da metodologia proposta e da análise de resultados, pode-se observar que, apesar de, individualmente alguns critérios não terem apresentado resultado conclusivo, em geral foram consonantes à teoria apresentada. No modelo multivariado, porém, apenas o índice de transparência apresentou resultado conforme o esperado. Análises complementares, com variações na variável de risco não apresentaram diferenças do modelo apresentado no trabalho.

Tal divergência encontrada entre os resultados encontrados e a teoria levantada pode estar relacionada com o mercado, uma vez que a teoria utilizada, em geral, aborda o assunto em outros países. Os resultados de Mendjoud (2015), por exemplo, podem ter diferido do encontrado no presente trabalho por utilização de métrica diferente de risco. Outro exemplo é a tese defendida por Beiruth (2015) que apresentou aumento no número total de *covenants* após a adoção do IFRS, é possível observar nos resultados encontrados aqui que ano após ano o número total de *covenants* cresceu, podendo ser uma adaptação do mercado à adoção do IFRS no Brasil.

Então, os resultados apresentados atingem o objetivo do trabalho ao investigar a relação da quantidade de *covenants* com a quantidade de mecanismos de transparência e monitoramento. Através da regressão binomial negativa podemos confirmar a hipótese de que empresas com mais mecanismos de transparência possuem, em média títulos com menor quantidade de *covenants*, entretanto, não foi possível confirmar a hipótese de que empresas com mais mecanismos de monitoramento possuam contratos com menor número de *covenants*.

No Brasil poucos trabalhos abordam as *covenants* dos contratos de debênture, de forma que este trabalho aborda a questão dos *covenants* relacionando a quantidade de *covenants* com os mecanismos de monitoramento e transparência das empresas emissoras. O trabalho mostra ainda que o cenário de títulos no Brasil seja bastante diferente do cenário de outros países. Além disso, é possível sugerir que o monitoramento cruzado tenha bastante influência no mercado brasileiro de debêntures.

### 5.1. Limitações do trabalho e sugestões para pesquisas futuras

Na construção dos índices de monitoramento e transparência, nem todos os mecanismos possíveis para cada um dos índices foi considerado, podendo trazer distorções para os resultados se mecanismos não considerados forem mais relevantes para os credores. Com isso estudos futuros podem verificar utilizando um índice com componentes mais abrangentes a fim de avaliar com maior precisão a relação destes mecanismos com a quantidade de *covenants*.

Além disso, é importante avaliar em pesquisas futuras, o efeito do monitoramento cruzado nos mecanismos de monitoramento apresentados pelas empresas, assim, considerando, por exemplo as empresas de setores com maiores regulações governamentais, empresas com regulação feita pelo banco central, etc.

Por fim, para complementar e expandir a abordagem do trabalho, pode ser utilizado também a utilização de outras variáveis para a controlar a amostra, com a taxa de juros dos contratos, o valor de face dos títulos e a quantidade de títulos emitidos.

## REFERÊNCIAS

ALCHIAN, Armen A.; DEMSETZ, Harold. Production, information costs, and economic organization. **The American economic review**, v. 62, n. 5, p. 777-795, 1972.

AFONSO, A. S. **Determinantes do nível de evidenciação financeira obrigatória de empresas s.a. de capital fechado**. 2015. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis). Universidade Federal do Espírito Santo. Vitória, 2015.

AKERLOF, George. The market for lemons: qualitative uncertainty and market mechanism. **Quarterly Journal of Economics**, v. 89, n. 3, p. 488-500, 1970.

ANDERSON, Ronald C.; MANSI, Sattar A.; REEB, David M. Board characteristics, accounting report integrity and the cost of debt. **Journal of Accounting and Economics**, v. 37, n. 3, p. 315-242, Setembro 2004.

Associação Brasileira das Companhias Abertas – ABRASCA. **O Que são Debêntures**. Cartilha. 2008. Disponível em: <<http://www.debentures.com.br/biblioteca/publicacoestecnicas.asp>>. Acesso em 22 set. 2016

Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais – ANBIMA. **Modelo de Escritura de Emissão de Debêntures**. 2015. Disponível em: <[http://www.anbima.com.br/data/files/E0/A1/B2/F3/532085106351AF7569A80AC2/ModelodeEscrituradeEmissaoDebentures-GTPadronizacaoANBIMA29-10-15\\_1\\_.pdf](http://www.anbima.com.br/data/files/E0/A1/B2/F3/532085106351AF7569A80AC2/ModelodeEscrituradeEmissaoDebentures-GTPadronizacaoANBIMA29-10-15_1_.pdf)>. Acesso em 22 set. 2016.

ASQUITH, Paul; BEATTY, Anne; WEBER, Joseph. Performance pricing in bank debt contracts. **Journal of Accounting and Economics**, v. 40, n. 1, p. 101-128, 2005.

BALL, Ray; LI, Xi; SHIVAKUMAR, Lakshmanan. Contractibility and transparency of financial statement information prepared under IFRS: Evidence from debt contracts around IFRS adoption. **Journal of Accounting Research**, v. 53, n. 5, p. 915-963, 2015.

BEASLEY, Mark S. An empirical analysis of the relation between the board of director composition and financial statement fraud. **Accounting Review**, p. 443-465, 1996.

BEATTY, Anne; WEBER, Joseph; YU, Jeff Jiewei. Conservatism and debt. **Journal of accounting and economics**, v. 45, n. 2, p. 154-174, 2008.

BEIRUTH, Aziz Xavier. **Transformação estrutural de convenants com a adoção das IFRS no Brasil**. 2015. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade: Contabilidade) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2015. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-01122015-084242/>>. Acesso em: 02 ago. 2016.

BERLIN, Mitchell; LOEYS, Jan. Bond covenants and delegated monitoring. **The Journal of Finance**, v. 43, n. 2, p. 397-412, 1988.

BHASKAR, Lori Shefchik; KRISHNAN, Gopal V.; YU, Wei. Debt Covenant Violations, Firm Financial Distress, and Auditor Actions. **Contemporary Accounting Research**, 2016.

BM&FBOVESPA. **Debêntures**. Disponível em: <[http://www.bmfbovespa.com.br/pt\\_br/produtos/listados-a-vista-e-derivativos/renda-fixa-privada-e-publica/debentures.htm](http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/listados-a-vista-e-derivativos/renda-fixa-privada-e-publica/debentures.htm)>. Acesso em: 11 abr. 2016.

BM&FBOVESPA. **Guia de Debêntures**. 2015. Disponível em: <[http://www.bmfbovespa.com.br/pt\\_br/produtos/listados-a-vista-e-derivativos/renda-fixa-privada-e-publica/debentures.htm](http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/listados-a-vista-e-derivativos/renda-fixa-privada-e-publica/debentures.htm)>. Acesso em 22 set. 2016

BLACK, E. L.; CARNES, T. A.; MOSEBACH, M.; MOYER, S. E. Regulatory monitoring as a substitute for debt covenants. **Journal of Accounting and Economics**, v. 37, n. 3, p. 367-391, 2004.

BORGES, Luiz Ferreira Xavier. Covenants: instrumento de garantia em Project Finance. **Revista do BNDES**, v. 11, p. 1-24, 1999.

BORTOLON, Patricia Maria; NETO, Alfredo Sarlo; SANTOS, Thaís Barreto. Custos de Auditoria e Governança Corporativa\*/Audit Costs and Corporate Governance. **Revista Contabilidade & Finanças**, v. 24, n. 61, p. 27, 2013.

BORTOLON, Patricia Maria; DA SILVA JUNIOR, Annor. Delisting Brazilian Public Companies: Empirical Evidence about Corporate Governance Issues. **Brazilian Business Review**, p. 92, 2015.

BRADLEY, Michael; ROBERTS, Michael R. The structure and pricing of corporate debt covenants. **The Quarterly Journal of Finance**, v. 5, n. 02, p. 1550001, 2015.

BRASIL. Lei nº 6.385, de 7 de dezembro de 1976. Dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 17 dez. 1976.

BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as Sociedades por Ações. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 9 dez. 1976.

BRASIL. Lei nº 12.431, de 24 de junho de 2011. Dispõe sobre a incidência do imposto sobre a renda nas operações que especifica; altera as Leis nos 11.478, de 29 de maio de 2007, 6.404, de 15 de dezembro de 1976, 9.430, de 27 de dezembro de 1996, 12.350, de 20 de dezembro de 2010, 11.196, de 21 de novembro de 2005, 8.248, de 23 de outubro de 1991, 9.648, de 27 de maio de 1998, 11.943, de 28 de maio de 2009, 9.808, de 20 de julho de 1999, 10.260, de 12 de julho de 2001, 11.096, de 13 de janeiro de 2005, 11.180, de 23 de setembro de 2005, 11.128, de 28 de junho de 2005, 11.909, de 4 de março de 2009, 11.371, de 28 de novembro de 2006, 12.249, de 11 de junho de 2010, 10.150, de 21 de dezembro de 2000, 10.312, de 27 de novembro de 2001, e 12.058, de 13 de outubro de 2009, e o Decreto-Lei no 288, de 28 de fevereiro de 1967; institui o Regime Especial de Incentivos para o Desenvolvimento de Usinas Nucleares (Renuclear); dispõe sobre medidas tributárias relacionadas ao Plano Nacional de Banda Larga; altera a legislação relativa à isenção do Adicional ao Frete para Renovação da Marinha Mercante (AFRMM); dispõe sobre a extinção do Fundo Nacional de

Desenvolvimento; e dá outras providências. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 29 jun. 2011.

BROEDEL LOPES, Alexsandro; WALKER, Martin. **Firm-Level Incentives and the Informativeness of Accounting Reports: An Experiment in Brazil**. 2008. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1095781>>. Acessado em: 30 mar. 2016.

BUSHMAN, Robert M.; SMITH, Abbie J. Transparency, financial accounting information, and corporate governance. **Financial Accounting Information, and Corporate Governance. Economic Policy Review**, v. 9, n. 1, 2003.

BYRD, John W.; HICKMAN, Kent A. Do outside directors monitor managers?: Evidence from tender offer bids. **Journal of financial economics**, v. 32, n. 2, p. 195-221, 1992.

CAMPOS, Taiane Las Casas. Estrutura da propriedade e desempenho econômico: uma avaliação empírica para as empresas de capital aberto no Brasil. **Revista de Administração**, v. 41, n. 4, p. 369-380, 2006.

CHAVA, Sudheer; KUMAR, Praveen; WARGA, Arthur. Managerial agency and bond covenants. **Review of Financial Studies**, v. 23, n. 3, p. 1120-1148, 2010.

CHEN, Tai-Yuan; CHIN, Chen-lung; WANG, Shiheng; YAO, Chun. **The Effect of Mandatory IFRS Adoption on Bank Loan Contracting**. 2013. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2159001>>. Acesso em: 15 jun. 2016

CLAESSENS, Stijn; DJANKOV, Simeon; LANG, Larry HP. The separation of ownership and control in East Asian corporations. **Journal of financial Economics**, v. 58, n. 1, p. 81-112, 2000.

CLAESSENS, Stijn et al. Disentangling the incentive and entrenchment effects of large shareholdings. **The journal of finance**, v. 57, n. 6, p. 2741-2771, 2002.

Comissão de Valores Mobiliários - CVM. Instrução CVM Nº 400, de 29 de dezembro de 2003. Dispõe sobre as ofertas públicas de distribuição de valores mobiliários, nos mercados primário ou secundário, e revoga a Instrução CVM nº 13, de 30 de setembro de 1980, e a Instrução CVM nº 88, de 3 de novembro de 1988. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 09 jan. 2004.

Comissão de Valores Mobiliários – CVM. Instrução CVM Nº 476, de 16 de janeiro de 2009. Dispõe sobre as ofertas públicas de valores mobiliários distribuídas com esforços restritos e a negociação desses valores mobiliários nos mercados regulamentados. **Diário Oficial da União**, Brasília, DF, 19 jan. 2009.

Comissão de Valores Mobiliários – CVM. **Portal do investidor – Debêntures**. Disponível em: <[http://www.portaldoinvestidor.gov.br/menu/Menu\\_Investidor/valores\\_mobiliarios/debenture.html](http://www.portaldoinvestidor.gov.br/menu/Menu_Investidor/valores_mobiliarios/debenture.html)>. Acesso em: 16 ago.2016

DATTA, Sudip; ISKANDAR-DATTA, Mai; PATEL, Ajay. Bank monitoring and the pricing of corporate public debt. **Journal of Financial Economics**, v. 51, n. 3, p. 435-449, 1999.



DECHOW, Patricia M.; SLOAN, Richard G.; SWEENEY, Amy P. Causes and consequences of earnings manipulation: An analysis of firms subject to enforcement actions by the SEC. **Contemporary accounting research**, v. 13, n. 1, p. 1-36, 1996.

DEMERJAN, P. R. Accounting standards and covenants and debt covenants: has the “balance sheet approach” led to a decline in the use of balance sheet covenants? **Journal of Accounting and Economics**, 52(2), 178-202. 2011.

DIAMOND, Douglas W. Financial intermediation and delegated monitoring. **The Review of Economic Studies**, v. 51, n. 3, p. 393-414, 1984.

DIAMOND, Douglas W. Monitoring and reputation: The choice between bank loans and directly placed debt. **Journal of political Economy**, v. 99, n. 4, p. 689-721, 1991.

DIAMOND, Douglas W.; VERRECCHIA, Robert E. Disclosure, liquidity, and the cost of capital. **The journal of Finance**, v. 46, n. 4, p. 1325-1359, 1991.

EISENHARDT, Kathleen M. Agency theory: An assessment and review. **Academy of management review**, v. 14, n. 1, p. 57-74, 1989.

FAMA, Eugene F.; JENSEN, Michael C. Separation of ownership and control. **The Journal of Law & Economics**, v. 26, n. 2, p. 301-325, 1983.

FERREIRA, Aracéli Cristina de Sousa; BUFONI, Andre Luiz. A assimetria informacional do risco ambiental nas demonstrações financeiras: um estudo comparativo Brasil X EUA. **Pensar Contábil**, v. 8, n. 31, 2008.

FILHO, A. G. P. **DEBÊNTURES** - <http://www.cosif.com.br/>. Disponível em: <[http://cosif.com.br/mostra.asp?arquivo=mtvm\\_debenture](http://cosif.com.br/mostra.asp?arquivo=mtvm_debenture)>. Acesso em: 11 abr. 2016.

HAGEL III, J.; BROWN, J. S.; SAMOYLOVA, T.; LUI, M. **Success or struggle: ROA as a true measure of business performance**. Deloitte University Press, 2013. Disponível em: <<http://dupress.com/>>. Acesso em: 06 jun. 2016.

HEALY, Paul M.; PALEPU, Krishna G. Information asymmetry, corporate disclosure, and the capital markets: A review of the empirical disclosure literature. **Journal of accounting and economics**, v. 31, n. 1, p. 405-440, 2001.

HILL, Charles WL; JONES, Thomas M. Stakeholder-agency theory. **Journal of management studies**, v. 29, n. 2, p. 131-154, 1992.

Instituto Brasileiro de Governança Corporativa - IBGC. **Código das melhores práticas de governança corporativa**. 4.ed. / Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. São Paulo, SP: IBGC, 2009. 73 p.

Instituto Brasileiro de Governança Corporativa - IBGC. **Evolução da Governança Corporativa nas Empresas Listadas em Bolsa (2004 – 2012)**. 1.ed. / Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. São Paulo, SP: IBGC, 2014. 36 p.

JEBRI, Aymen. The Effect of Large Controlling Shareholder's Presence and Board of Directors on Firm Value. **International Journal of Accounting and Financial Reporting**, v. 3, n. 2, p. 180, 2013.

JENSEN, Michael C. Agency costs of free cash flow, corporate finance, and takeovers. **The American economic review**, v. 76, n. 2, p. 323-329, 1986.

JENSEN, Michael C. The modern industrial revolution, exit, and the failure of internal control systems. **the Journal of Finance**, v. 48, n. 3, p. 831-880, 1993.

JENSEN, M.; MECKLING, W. Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure. **Journal of Financial Economics**, v. 3, n. 4, p. 305-360, 1976.

KANAGARETNAM, Kiridaran; LOBO, Gerald J.; WHALEN, Dennis J. Does good corporate governance reduce information asymmetry around quarterly earnings announcements?. **Journal of Accounting and Public Policy**, v. 26, n. 4, p. 497-522, 2007.

KLAPPER, Leora F.; LOVE, Inessa. Corporate governance, investor protection, and performance in emerging markets. **Journal of corporate Finance**, v. 10, n. 5, p. 703-728, 2004.

KLEIN, April. Audit committee, board of director characteristics, and earnings management. **Journal of accounting and economics**, v. 33, n. 3, p. 375-400, 2002.

KOTHARI, S. P. Capital markets research in accounting. **Journal of accounting and economics**, v. 31, n. 1, p. 105-231, 2001.

KOTHARI, S. P.; LEONE, A. J.; WASLEY, C. E. Performance matched discretionary accrual measures. **Journal of accounting and economics**, v. 39, n. 1, p. 163-197, 2005.

KRISHNASWAMI, Sudha; SPINDT, Paul A.; SUBRAMANIAM, Venkat. Information asymmetry, monitoring, and the placement structure of corporate debt. **Journal of Financial Economics**, v. 51, n. 3, p. 407-434, 1999.

LEAL, Ricardo Pereira Câmara; SILVA, André Luiz Carvalho da; VALADARES, Silvia Mourthé. Estrutura de controle das companhias brasileiras de capital aberto. **Revista de Administração Contemporânea**, v. 6, n. 1, p. 7-18, 2002.

LEAL, Ricardo P. C.; SILVA, André Luiz Carvalho da. **Corporate Governance and Value in Brazil (and in Chile)**. 2005. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.726261>>. Acesso em: 18 ago. 2016.

LELAND, Hayne E. Corporate debt value, bond covenants, and optimal capital structure. **The journal of finance**, v. 49, n. 4, p. 1213-1252, 1994.

LOPES, Jorge Expedito de Gusmão et al. Um estudo da relação entre o lucro contábil e o disclosure das companhias abertas do setor de materiais básicos. **Base**, v. 7, n. 3, 2010.

MANSI, S.; QI, Y.; WALD, J. K. **Debt covenants, bankruptcy risk, and issuance costs**. 2013. Disponível em: <[http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=1805038](http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=1805038)>. Acesso em: 03 jul. 2016.

MARQUES, Thiago De Ávila; GUIMARÃES, Thayse Machado; PEIXOTO, Fernanda Maciel. A Concentração Acionária No Brasil: Análise Dos Impactos No Desempenho, Valor E Risco Das Empresas. **Revista de Administração Mackenzie**, v. 16, n. 4, p. 100, 2015.

MENDJOUD, M. L. **Governança corporativa e o custo de captação via debêntures no Brasil**. 2015. Dissertação (Mestrado em Economia) - Escola de Economia de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 2015. Disponível em: <<http://bibliotecadigital.fgv.br/dspace/handle/10438/13972>>. Acesso em: 05 fev. 2016.

MILLER, Judith L. The board as a monitor of organizational activity: The applicability of agency theory to nonprofit boards. **Nonprofit Management and Leadership**, v. 12, n. 4, p. 429-450, 2002.

PATTEN, Dennis M. Exposure, legitimacy, and social disclosure. **Journal of Accounting and public policy**, v. 10, n. 4, p. 297-308, 1991.

RAJAN, Raghuram; WINTON, Andrew. Covenants and collateral as incentives to monitor. **The Journal of Finance**, v. 50, n. 4, p. 1113-1146, 1995.

RAMSAY, I. SIDHU, B. Accounting and non-accounting based information in the Market for debt: evidence from Australian private debt contracts. **Accounting & Finance**, 38(2), 197-221. 1998.

RIBEIRO, Milton Nassau. São as debêntures títulos de crédito?. **Direito e Humanidades**, n. 12, 2010.

SAITO, Richard; SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da. Governança corporativa: custos de agência e estrutura de propriedade. **Revista de Administração de Empresas**, v. 48, n. 2, p. 79-86, 2008.

SILVA, Letícia Medeiros da. **Influência da lei Sarbanes-Oxley e do código civil brasileiro nos controles internos de empresas localizadas no Brasil**. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis) – Universidade do Vale do Rio dos Sinos, São Leopoldo. 2007

SILVA, Adolfo Henrique Coutinho e. **Escolha de práticas contábeis no Brasil: uma análise sob a ótica da hipótese dos covenants contratuais**. 2008. Tese (Doutorado em Controladoria e Contabilidade: Contabilidade) - Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2008. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12136/tde-16012009-120147/>>. Acesso em: 02 ago. 2016.

SILVA, André Luiz Carvalhal da; LEAL, Ricardo Pereira Câmara. Corporate governance index, firm valuation and performance in Brazil. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 3, n. 1, p. 1-18, 2005.

SILVEIRA, Alexandre Di Miceli da; BARROS, Lucas Ayres B. de C.; FAMÁ, Rubens. Estrutura de governança e valor das companhias abertas brasileiras. **Revista de Administração de Empresas**, v. 43, n. 3, p. 50-64, 2003.

SILVEIRA, A. D. M. da; BARROS, L. A. B. de C.; FAMÁ, R. Qualidade da governança corporativa no Brasil e os fatores que a determinam. Encontro Nacional Dos Programas De Pós-Graduação Em Administração, 28., 2004, Curitiba, **Anais...** Rio de Janeiro: ANPAD, 2004

SMITH, C. W.; WARNER, J. B. On financial contracting: na analysis of bond covenants. **Journal of financial Economics**, 7(2), 117-161. 1979

STIGLITZ, Joseph E. Information and the change in the paradigm in economics. **The American Economic Review**, v.92, n.3, p.460-501, Jun., 2002.

VALENTE, Nelma Terezinha Zubek. **Qualidade da informação contábil na perspectiva da ciência da informação**. 2014. Tese (Doutorado em Cultura e Informação) - Escola de Comunicações e Artes, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2014. Disponível em: <doi:10.11606/T.27.2014.tde-21082014-203328>. Acesso em: 08 dez. 2016.

VERRECCHIA, Robert E. Discretionary disclosure. **Journal of accounting and economics**, v. 5, p. 179-194, 1983.

VERRECCHIA, Robert E. Essays on disclosure. **Journal of accounting and economics**, v. 32, n. 1, p. 97-180, 2001.

WATTS, Ross L.; ZIMMERMAN, Jerold L. **Positive accounting theory**. New Jersey: Prentice-Hall, 1986. 388p.

WILLIAMSON, Stephen D. Costly monitoring, loan contracts, and equilibrium credit rationing. **The Quarterly Journal of Economics**, v. 102, n. 1, p. 135-145, 1987.

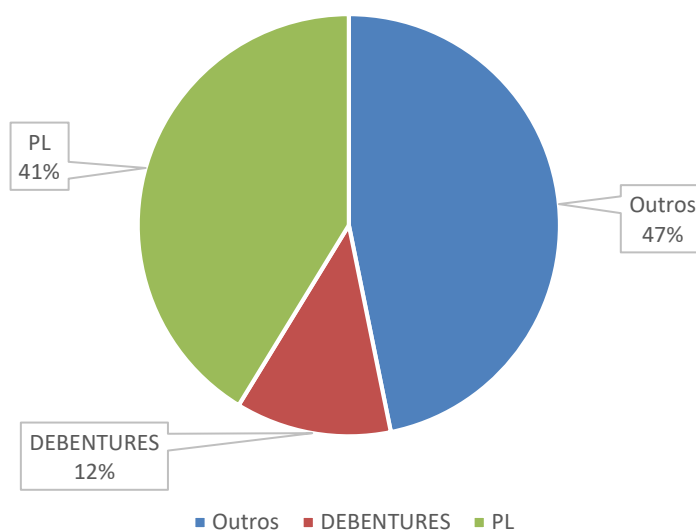
YERMACK, David. Higher market valuation of companies with a small board of directors. **Journal of financial economics**, v. 40, n. 2, p. 185-211, 1996.

YOON, Hyungwook; ZO, Hangjung; CIGANEK, Andrew P. Does XBRL adoption reduce information asymmetry?. **Journal of Business Research**, v. 64, n. 2, p. 157-163, 2011.

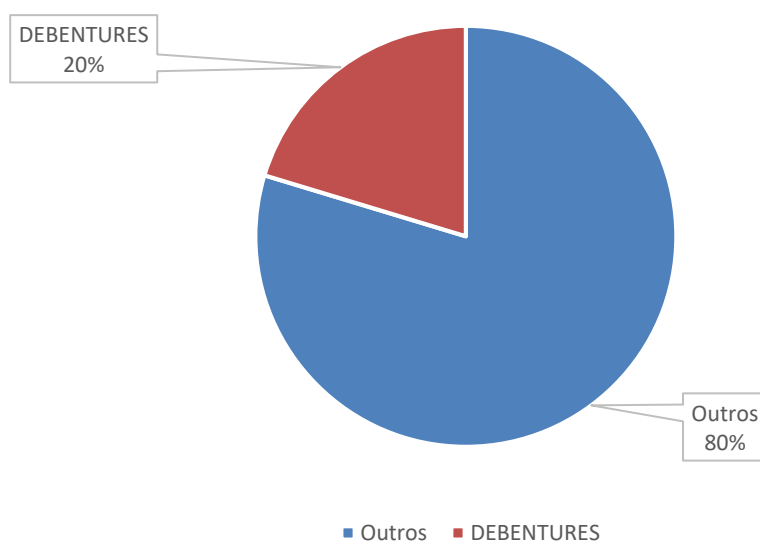
YOSHA, Oved. Information disclosure costs and the choice of financing source. **Journal of Financial intermediation**, v. 4, n. 1, p. 3-20, 1995.

## APÊNDICE A – Composição dos recursos e do endividamento

Composição dos recursos



Composição do endividamento



## APÊNDICE B – Comparação entre os modelos

Akaike's information criterion (AIC) and Bayesian information criterion (BIC)						
Modelo	Obs	ll (padrão)	ll (modelo)	df	AIC	BIC
gmpoisson	285	-	-882.1205	14	1792.241	1843.376
<b>bin negativo</b>	<b>285</b>	<b>-945.0952</b>	<b>-861.6796</b>	<b>18</b>	<b>1759.359</b>	<b>1825.104</b>
poisson	285	-999.7604	-864.7754	17	1763.551	1825.643

Fonte: Autoria própria.

Obs: O modelo de Poisson generalizado não é capaz de considerar a variação do período.

### APÊNDICE C – Testes de robustez

Risco = Fluxo de caixa operacional – 5 Períodos

Variável	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5	Modelo 6
Risco	-.0318966	-.0424161*	-.0319582	-.0443692**	-.0234692	-.0310335
Monitoramento	-.1524615***		-.1456637***			
Transparência	.039706**	.0267644				
Pres_con				.054997		.0724087
Tam_cons				.0393128		-.0271805
Cons_Fiscal				.050481		.0961544**
Blockholder				-.032718		-.0408713
Ind_cons_adm				.0220847		-.0143932
Ress_audit					.0047238	.0136651
Data_dem						
Dem_web					.0597674	.0636295
Adr					-.3949791***	-.4299718***
Auditor					-.2396061***	-.2469497***
Prazo	-.0000172	-.0000184	-.000024	-.0000144	-.0000227	-.0000219
Série	-.0148682	-.0066299	-.0065673	-.0091209	.0393654	.023721
Emissão	.2498998***	.238753***	.2601471***	.2417278***	.2682489***	.2687772***
Incentivada	.0674525	.0720321	.0784526	.0709344	-.0193767	-.0290075
Dispensa	.0511481	.0284223	.052489	.0316163	-.0241741	-.0220457
Garantia	.1251293**	.1648439***	.1167358*	.1511507**	.1694962***	.1391592***
Tamanho	-.0205911	-.0433641***	-.0175793	-.0433424***	.002171	.0040558
Controle	-.001656*	-.0017471	-.0016353*	-.001237	-.0010508	-.0009891
Desv_dir	-.0959774	-.0329207	-.0799586	-.014221	-.1591352*	-.1508643
Rentabilidade	-.2698863	-.4203441	-.3077558	-.3971812	-.2930486	-.365286
Endividamento	-.0011492***	-.0010275***	-.001146***	-.0010226**	-.0012241***	-.0014159***
Ano 2012	-					
Ano 2013	-					
Ano 2014	.0198124	.0417684	.0164696	.0364008	.0286975	.0260429
Ano 2015	.0994897*	.0927055	.1006302*	.0891873	.1314264***	.1329753***
Contante	4.693253***	4.810882***	4.710722***	4.789889***	3.820465***	3.90254***
Observações	132	132	132	132	132	132
Prob>chi²	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000

Fonte: Autoria própria.

## Risco = Lucro Operacional (Legislação) – 5 Períodos

Variável	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5	Modelo 6
Risco	-.0038794	-.0166202	-.0064182	-.0150723	.0006816	-.0012406
Monitoramento	-.1095179***		-.1040488***			
Transparência	.0350418**	.025967				
Pres con				.048512		.0418079
Tam cons				.025355		-.0118596
Cons Fiscal				-.0000267		.0477838
Blockholder				.0070125		.0023831
Ind cons adm				.0378401		-.0150735
Ress audit					.0535886	.0583916
Data dem					-.0763837	-.0408214
Dem web					.0779261	.0883414
Adr					-.3996796***	-.4231707***
Auditor					-.2295301***	-.2329916***
Prazo	-.0000774***	-.0000818***	-.0000829***	-.0000821***	-.0000658***	-.0000679***
Série	-.0358875	-.0310223	-.0356334	-.0289532	.0174033	.0169384
Emissão	.2170562***	.1971332***	.2222308***	.1975992***	.2290911***	.2293691***
Incentivada	.1267257	.1576483**	.1355978*	.1580094**	.0326859	.0333021
Dispensa	.0882151	.0781666	.0744892	.0782906	.0196057	.0266707
Garantia	.1158298**	.1421669***	.109481**	.1455968***	.1663501***	.1524394***
Tamanho	-.0475185***	-.0601736***	-.0450269***	-.057807***	-.0150112	-.014308
Controle	-.0022739***	-.0021862**	-.0022971***	-.0020034**	-.0015582**	-.0017703**
Desv dir	.0377291	.0363468	.0514945	.0395093	-.0710453	-.0765382
Rentabilidade	-.2441605	-.4114066	-.2907242	-.4066926	-.2698539	-.3289284
Endividamento	.0001209	.0001264	.0001035	.0001186	-.0001826	-.0001547
Ano 2012	.2129204**	.1872752**	.2246918***	.1879832**	.1527825*	.1516108*
Ano 2013	.2273127***	.1922435**	.2391213***	.1948922**	.1744505**	.1642574**
Ano 2014	.2461918***	.2196298***	.2552026***	.2223295***	.1955357**	.1850909**
Ano 2015	.2840662***	.2352984***	.2975116***	.2336644***	.2721835***	.2597927***
Constante	4.379824***	4.561617***	4.458575***	4.456163***	3.58125***	3.562***
Observações	201	201	201	201	201	201
Prob>chi²	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000

Fonte: Autoria própria.



## Risco = Lucro Operacional (Legislação) – Maior que 1 período

Variável	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 3	Modelo 4	Modelo 5	Modelo 6
Risco	-.0338442**	-.0396001**	-.0349904**	-.0364161**	-.0201229	-.0199751
Monitoramento	-.1011845***		-.0965444***			
Transparência	.0289755**	.0204428				
Pres_con				-.0014172		-.005453
Tam_cons				.0321229		-.0032356
Cons_Fiscal				-.0068208		.0390038
Blockholder				.0228657		.0269605
Ind_cons_adm				.0388501		-.0024088
Ress_audit					.0805692	.0730857
Data_dem					-.158807**	-.1578756*
Dem_web					.0273691	.0291241
Adr					-.3867178***	-.4050826***
Auditor					-.1922924***	-.1858719***
Prazo	-.0000499*	-.0000478	-.0000558*	-.0000459	-.0000372	-.000036
Série	-.0268024	-.0267009	-.0289952	-.0263228	.0148996	.0144532
Emissão	.159959***	.1475219***	.1681191***	.1489017***	.1738593***	.1717462***
Incentivada	.1183767	.1446613**	.1244413*	.1453332**	.0545766	.0520943
Dispensa	.0154198	.011637	.0058783	.01025	-.0417274	-.037701
Garantia	.1672423***	.1973229***	.1647845***	.2077151***	.2128397***	.2092***
Tamanho	-.0441561***	-.0583202***	-.0423157***	-.0582289***	-.0189084	-.0212396
Controle	-.0018611**	-.0016835**	-.0018736**	-.0015046*	-.0012382*	-.0014708*
Desv_dir	.0337401	.0315156	.0448299	.0282534	-.0599241	-.0668144
Rentabilidade	-.2084891	-.3389303	-.2401263	-.3027673	-.278191	-.2833739
Endividamento	-.0003262	-.0002888	-.0003182	-.0003238	-.0005412	-.0005198
Ano 2012	.212827***	.2017031***	.2176759***	.204948***	.1662067***	.1629788***
Ano 2013	.2368107***	.2182319***	.2399749***	.2230772***	.1932482***	.1871951***
Ano 2014	.2414888***	.2266446***	.2434612***	.2340869***	.2031265***	.1997575***
Ano 2015	.3024059***	.2731093***	.3071621***	.2816353***	.293659***	.2924382***
Contante	4.827379***	4.900957***	4.885582***	4.821744***	4.079949***	4.13288***
Observações	229	229	229	229	229	229
Prob>chi²	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000	0.0000

Fonte: Autoria própria.